

分类号 F23/826  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

**兰州财经大学**

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

**硕士学位论文**

(专业学位)

论文题目 万润科技多元化经营绩效研究

研究生姓名: 俞芳荣

指导教师姓名、职称: 袁有赋 副教授 李茹冰 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2022年6月1日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 俞若荣 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2022.6.6

导师(校外)签名： 李斌 签字日期： 2022.6.7

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 俞若荣 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2022.6.6

导师(校外)签名： 李斌 签字日期： 2022.6.7

# **Research on Diversified Operation Performance of Mason Technology**

**Candidate : Yu Fangrong**

**Supervisor: Yuan Youfu Li Rubing**

## 摘 要

LED 光源器件和 LED 照明产品生产行业（以下简称“LED 行业”）于 20 世纪 60 年代末在我国兴起，进入 21 世纪，在经历将近十年的快速发展期后，2014 年行业逐渐出现竞争同质化、白热化、利润增长放缓等现象，行业由成长期发展为成熟期。面对行业景气度走低形势，行业内企业纷纷进行产业转型升级，掀起了推行双主业经营战略的热潮，然而转型不是一帆风顺的，企业在多元化经营过程中面临很多问题亟待解决。

多元化战略自 20 世纪 50 年代被提出以来，在企业界掀起几次兼并浪潮，同时也引起学术界的持续关注。从我国企业对多元化的实践看，最终可总结为“成也多元化，败也多元化”。在经济不景气的情况下，多元化经营与绩效关系备受争议。许多企业调整发展战略，选择推行“双主业”经营模式，“双主业”作为多元化的模式之一，既有利于企业集中力量发展主业，也有利于分散单一经营带来的风险，受到企业的广泛欢迎。

本文选择万润科技为研究对象，主要运用案例研究法探究其双主业战略实施对绩效的影响。本文共六章，第一、二章重点阐述了研究背景、现有的研究文献及理论基础，后四章对万润科技“LED+广告传媒”的双主业战略展开分析。首先，介绍万润科技及其多元化经营的实施情况，分析多元化的程度、动因；其次，从财务绩效、非财务绩效、企业价值三个维度对公司多元化经营绩效进行评价；再次，根据评价结果分析万润科技绩效欠佳的原因，并针对性地提出优化建议；最后，基于案例的研究对实施双主业经营战略的经验进行总结，以供我国其他企业借鉴。通过研究得出：实施双主业经营给万润科技带来多元化溢价效应，但绩效不稳定，且不具有持续性。企业在多元化经营实施中存在并购质量不佳、资源整合不到位、过度扩张、风险控制机制失灵等问题，应该采取处理好并购的关键环节、加快业务融合以提升协同效应等措施来优化企业绩效。万润科技在双主业经营中出现的问题表明，双主业经营利弊并存，企业在实施多元化战略时，要认清该战略的利弊，趋利避害，并结合自身情况，量力而行，最终实现可持续发展。

**关键词：**多元化 双主业战略 绩效 万润科技

## Abstract

The LED light source device and LED lighting product production industry (hereinafter referred to as the "LED industry") emerged in my country in the late 1960s and entered the 21st century. After nearly a decade of rapid development, the industry gradually emerged in 2014. Homogeneous competition The industry has developed from a growth period to a mature period due to phenomena such as intensification, intensification, and slowdown in profit growth. In the face of the declining industry prosperity, enterprises in the industry have carried out industrial transformation and upgrading one after another, setting off an upsurge in implementing the dual-core business strategy. However, the transformation is not smooth sailing, and enterprises face many problems in the process of diversification that need to be solved urgently.

Since the diversification strategy was proposed in the 1950s, it has set off several waves of mergers in the business world, and has also attracted continuous attention from the academic world. Judging from the practice of diversification in Chinese enterprises, it can be summed up as "diversification in success and diversification in failure". In a recession, the relationship between diversification and performance is controversial. Many enterprises adjust their development strategies and choose to implement the "dual main business" business model. As one of the diversified models, "dual main business" is not only conducive to

enterprises' concentrated development of main business, but also conducive to dispersing the risks brought by single operation. Widely welcomed by enterprises.

This paper selects Mason Technology as the research object, and mainly uses the case study method to explore the impact of the implementation of its dual main business strategy on performance. This paper consists of six chapters. The first and second chapters mainly describe the research background, existing research literature and theoretical basis. The last four chapters analyze the dual main business strategy of Mason Technology's "LED + advertising media". First, it introduces the implementation of Mason Technology and its diversified operation, and analyzes the degree and motivation of diversification; secondly, it evaluates the company's diversified operation performance from the three dimensions of financial performance, non-financial performance and enterprise value; The results analyzed the reasons for the poor performance of Mason Technology, and put forward targeted optimization suggestions. Finally, based on the case study, the experience of implementing the dual-core business strategy was summarized for reference by other enterprises in my country. Through the research, it is concluded that the implementation of dual main business operation brings a diversified premium effect to Mason Technology, but the performance is unstable and not sustainable. In the implementation of diversified

operations, enterprises have problems such as poor quality of mergers and acquisitions, inadequate resource integration, excessive expansion, and failure of risk control mechanisms. Measures should be taken to optimize corporate performance by properly handling key links of mergers and acquisitions, accelerating business integration to enhance synergies, etc. . The problems of Mason Technology in the operation of the dual main business show that the advantages and disadvantages of the dual main business operation coexist. When implementing the diversification strategy, the enterprise must recognize the advantages and disadvantages of the strategy, seek the advantages and avoid the disadvantages, and do what it can according to its own situation. , and ultimately achieve sustainable development.

**Keywords:** Diversification; Dual main business strategy; Performance; Mason Technology

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 多元化战略研究.....	2
1.2.2 多元化经营与企业绩效关系研究.....	4
1.2.3 文献评述.....	7
1.3 研究内容及方法.....	8
1.3.1 研究内容.....	8
1.3.2 研究方法.....	10
1.4 本文的贡献与局限性.....	10
<b>2 相关概念及理论基础</b> .....	11
2.1 相关概念.....	11
2.1.1 多元化战略与双主业战略.....	11
2.1.2 多元化经营程度的度量.....	11
2.1.3 企业多元化绩效评价方法.....	12
2.1.4 多元化战略与企业并购.....	13
2.2 多元化经营的理论基础.....	14
2.2.1 生命周期理论.....	14
2.2.2 风险分散理论.....	14
2.2.3 资源剩余理论.....	15
2.2.4 市场势力理论.....	15
<b>3 万润科技多元化经营案例介绍</b> .....	16
3.1 万润科技简介.....	16
3.2 万润科技多元化经营实施概况.....	16



3.2.1 万润科技多元化的发展历程 .....	16
3.2.2 万润科技多元化业务构成分析 .....	18
3.3 万润科技多元化经营程度衡量 .....	19
3.4 万润科技多元化经营的动因 .....	20
3.4.1 万润科技 SWOT 分析 .....	20
3.4.2 万润科技实施多元化的驱动因素 .....	22
<b>4 万润科技多元化经营绩效分析 .....</b>	<b>24</b>
4.1 多元化经营财务绩效分析 .....	24
4.1.1 盈利能力分析 .....	24
4.1.2 营运能力分析 .....	27
4.1.3 偿债能力分析 .....	27
4.1.4 成长能力分析 .....	29
4.2 多元化经营非财务绩效分析 .....	30
4.2.1 企业规模分析 .....	31
4.2.2 市场份额分析 .....	33
4.2.3 研发能力分析 .....	34
4.3 基于企业价值的绩效分析 .....	34
4.3.1 经济增加值 .....	35
4.3.2 托宾 Q 值法 .....	37
4.4 本章小结 .....	38
<b>5 万润科技多元化经营绩效欠佳的原因及优化建议 .....</b>	<b>40</b>
5.1 多元化经营绩效欠佳的原因分析 .....	40
5.1.1 并购质量不佳，引发商誉减值损失 .....	40
5.1.2 资源整合不到位，造成协同效应不显著 .....	41
5.1.3 过度扩张，导致企业管理难度增加 .....	41
5.1.4 风险控制机制失灵，引发控制权丧失 .....	42
5.1.5 宏观经济下行，影响企业绩效 .....	42
5.2 多元化经营绩效的优化建议 .....	43
5.2.1 处理好并购的关键环节 .....	43

5.2.2 加快业务融合以提升协同效应 .....	44
5.2.3 完善组织结构与运行机制以加强风险控制 .....	45
5.2.4 提高科研开发能力以应对外部环境 .....	46
<b>6 研究结论与启示 .....</b>	<b>48</b>
6.1 研究结论 .....	48
6.2 启示 .....	48
6.2.1 审慎选择双主业经营战略 .....	48
6.2.2 做好与实施双主业战略相关的并购工作 .....	49
6.2.3 完善企业风险管控体系 .....	49
<b>参考文献 .....</b>	<b>50</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>55</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

多元化战略自 20 世纪 50 年代被提出以来，在企业界多次掀起并购热潮，同时也引起学术界的持续关注。由于企业所处不同的内外部环境，如：国家制度、政企关系、经济发展程度、行业状况、企业自身的管理能力等，中西方理论界关于多元化经营对绩效影响的研究结论不一，就同一国家的不同时期，学者对二者关系的界定也不尽相同。多元化受到我国大多数企业的追捧，然而，正如“成也多元化，败也多元化”，万事不能一概而论，关于多元化的“度”的问题值得深究，近年来，“双主业”作为多元化的模式之一广受欢迎，原因在于该模式既有利于企业集中力量发展主业，增强核心竞争力，也有利于分散单一经营带来的风险，助力企业的传统产业进行转型。随着越来越多的企业关注“双主业”模式，研究双主业经营的绩效影响就显得格外重要。

LED 行业在 20 世纪 60 年代末在我国兴起，一直保持平稳发展，从 2008 年起，随着政府提倡建设环境友好型社会，以及接踵而至的节能环保产业政策的出台，大量政府补贴涌向 LED 行业，整个行业的活力被激发，同时相应的市场需求也增大。在接下来的五六年里行业快速发展，但是我国 LED 产业由于缺乏创新，距离国家战略新兴产业的定位较远，企业大多集中在产业链中游的封装与下游的商品应用领域，导致行业进入门槛低。附加地方政府出于追求短期经济发展而过度补贴、干预，扭曲了企业投资，造成产能过剩。2014 年 LED 行业出现同质化、白热化竞争，行业由成长期发展为成熟期，随着利润空间越来越小，行业内企业纷纷进行转型升级，诸如：雷曼股份、珈伟股份、万润科技、联建光电、鸿利光电、利亚德等企业都通过实施双主业或多主业的战略来寻求新的获利点。行业内兴起了双主业的潮流。万润科技是 LED 行业中较早开始布局双主业经营的企业，在 2016 年构建出“LED+广告传媒”的双主业模式，且该公司在行业中深耕数年，具有一定的行业地位和丰富的经验。所以文章选取万润科技为研究对象，旨在通

通过分析其实施双主业经营对绩效的影响，探究其双主业战略的实施效果，以及对 LED 企业转型谋变的适用性。

## 1.1.2 研究意义

### （1）理论意义

学术界对多元化经营绩效的研究已经很成熟，但是有关“双主业”这一多元化模式的绩效影响研究较少，缺乏有关双主业经营对绩效影响的系统结论。时代在发展，面对新环境，实务界需要新的理论指导实践。本文基于之前学者关于多元化经营与业绩关系的研究，结合具体的案例，剖析面对当前内外部环境，企业实行双主业经营对其绩效的影响，从而对 LED 企业的多元化经营行为给出合理的解释和参考，以期能够丰富学术界在多元化经营方面的研究。

### （2）实践意义

目前，宏观经济增长放缓，企业面临较多的风险，可持续发展能力亟待提升。多元化经营有助于分散经营单一业务的风险，实现传统业务与新兴业务的协同发展，同时增加企业收入来源，提升绩效，但企业要结合自身的内外部环境进行战略的选择。为使企业在应对风险时避免手忙脚乱、盲目实行多元化，研究既有企业推行双主业经营模式对企业绩效的影响，分析双主业模式推行的适用条件、可能的弊端等，让企业在选择战略时有的放矢，避免因盲目多元化增加跨界风险，致使我国市场危机四伏、泡沫横生。LED 上市企业推行多元化经营是出于行业生命周期的自然选择。本文通过分析万润科技多元化经营的过程、动因、特点，继而分析双主业经营对其绩效的影响，提出优化建议，使万润科技的转型之路更加通畅。同时，为我国实施“双主业”经营模式的企业提供借鉴。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 多元化战略研究

#### （1）多元化战略的内涵

多元化战略自产生起在实务界多次掀起兼并浪潮，引发学界高度关注，国内外专家学者也以不同的科研视角对多元化战略作出了定义。国外学者较早开始研

究多元化,代表性的研究有:美国学者 Ansoff (1957) 作为早期深入研究多元化战略的先驱,他指出多元化即创建新的商品占有新的交易市场<sup>[3]</sup>。Penrose (1959) 则对多元化的内涵进一步深究,指出多元化战略不但必须研发和制造出新的商品,而且产生的新商品与原商品之间一定要有明显的区别,其本质是企业经营范围的延伸。无独有偶, Gort (1962) 认为,多元化就是指企业生产的商品市场异质化的进一步扩大,并明确指出所谓的商品市场异质化,不同于单个商品的微小变化,而多指的是跨行业从事生产商品、开展业务等经营活动。Rumelt (1974) 提出,多元化的本质是运用各种已有资源开辟新的经营领域,并突出了打造新的竞争优势和加强现有市场地位的必要性<sup>[21]</sup>。

国内关于多元化战略的代表性研究有:尹义省教授(1999)认为,多元化经营是指公司跨行业同时供应商品或服务的经营或成长行为。它同时存在着静态和动态两个层次的含义,静态含义是指公司经营业务遍布于多种不同领域,而动态意义则指公司积极进军其它新兴的产业领域,属于追求成长的一种行为。喻纛,霍国庆(2007)指出实施多元化经营就是企业开始解决进入哪个新领域以及怎样进行业务搭配来最大化企业价值的过程。

## (2) 多元化经营的分类

Ansoff (1965) 把市场经济发展与各种资源的关联性作为分析重点,提出应该将公司多元化分为四个类别,即横向、垂直、同心圆、混和型多元化。Wrigley (1970) 则指出另外一种划分方式,以公司在一个营业年度里,最大类别商品的营业收入占公司总体销售额的比例为依据来界定多元化经营的程度,进而把多元化经营分为:单一化、低度多角化、中度多角化与高度多角化四个类别。Rumelt (1974) 在借鉴 Wrigley 研究理论的前提下,按照公司的专业性比例、垂直化比率和关联度比例,把 Wrigley 的四个分类法进而细划成九种类别。Michael Porter (1985) 认为按照战略业务部门的相关度,可将多元化分为有形、无形、以及竞争对手关联,并认为依据它们价值表现的相关度,划分还可以更细化。

除了以上多元化经营类型,我国学者提供了不同的划分视角。袁力,石建(2007)基于公司步入不同的产品市场的主要路径,是内部发展还是通过合并收购,形成了根据公司发展模式多元化战略划分方案,把公司多元化分成了对内多元化与对外多元化,跳出了业务和行业的限制。王涛(2014)将多元化类型总

结为如下四类：以分散风险理论为依据的广泛多元化、以资本组合理论为支撑的均衡多元化、以协同效应理论为抓手的相关多样化以及基于企业核心能力理论的有限多元化。

## 1.2.2 多元化经营与企业绩效关系研究

### (1) 多元化经营与企业绩效呈正相关关系

国外学者关于这方面的研究有以下成果：Rumelt（1974）以战略管理角度为切入点，分析了多元化经营与公司利润的关系，研究结果表明，企业开展基于其核心能力的多元化能带来更强的正面效应。Stein（1997）认为多元化公司中有发展潜力的业务可以给公司带来更多的额外资产价值，并且多元化的实施，也能够帮助公司在国内外市场竞争下进一步改善资源配置和资金运用效果。Khanna, Palepu（1997）通过研究墨西哥等新兴国家企业的多元化经营绩效，得出由于这些国家存在政策干预、市场机制不健全等特征，公司可以凭借多元化经营建立内部资本市场从而获利。此时，非关联多元化也能够改善公司的运营业绩。Andreou 和 Louca（2016）着眼于实现多元化的路径进行研究，发现依靠内部生长逐步达成的多元化的效益，要大于收购方式的结论。Subramaniam,Wasiuzzaman（2019）利用 2010-2014 年马来西亚上市公司数据分析得出，在新兴市场中，企业在充分考虑自身盈利水平与公司规模的基础上开展的地域多元化可以使公司受益<sup>[24]</sup>。Y Euh, Lee D（2021）将 2008-2019 年间从事药品业务的制药公司分为传统制药公司与通过多元化进入医疗器械业务的制药公司，通过比较二者的元技术比率（MTR），发现前者的 MTR 低于后者，表明多元化后业绩增长潜力增大<sup>[27]</sup>。Siraj, Hassan, Maroney（2020）研究表明在对产品的需求敏感度提高时期，企业多元化溢价更加明显，其原因是多元化企业一方面能够运用其内部资本市场的优势，另一方面可以使用其与细分市场的不完全相关的现金流，最终为企业提供价值，但这种溢价主要存在于经济衰退时期。Osifo ,Ighodaro（2020）在竞争日益激烈的全球商业环境中，存款货币银行的企业多元化有助于建立充满活力、高效和稳健的银行体系，并激发个别银行的业绩<sup>[16]</sup>。Grigorieva（2020）以 2000-2013 年金砖四国企业为实施多元化战略发起的 319 笔收购交易为样本，研究发现在金融危机前后时期，企业集团收购的累积异常回报为正。Buyuran, Eki（2021）以在

土耳其经营的 14 家存款银行为样本，用 HHI 衡量银行业的收入多元化，研究发现 HHI 指数与银行业绩存在显著负相关关系，即收入多元化对银行业绩有积极影响。

国内学者在这方面的研究成果如下：姜付秀等（2006）基于我国上市公司 2001-2004 年的数据，研究得出：中国上市公司的多元化经营对公司价值能产生正面效用，与此同时，多元化提高了公司利润的稳定度，作者认为二者关系的转折点并没有出现，这种正向的关系将会继续维持。战颂（2016）以我国民营上市公司为切入点，通过研究其 2008-2013 年的数据，得出无论是行业还是地域的多元化都对公司业绩有明显的正效应，并加入制度环境这一调节变量，研究表明好的制度环境对地域多元化的绩效有提高作用，而对行业多元化的绩效没有发挥作用。向志强，杨珊（2015）对我国 19 家传媒上市公司的数据实证分析后得出，该行业内上市公司的多元化程度与绩效正相关。张丽平，付玉梅（2019）通过对比研究特变电工与天威保变不同的战略选择，发现特变电工通过在企业核心竞争力基础上，实施多元化战略实现了优异的运营业绩，而天威保变由于固守专业化经营策略，企业业绩显著降低。从而得出在面临竞争加剧的环境时，合理地采取多元化战略能为公司创造更好的业绩。

## （2）多元化经营与企业绩效呈负相关关系

国外学者得出这种观点的研究如下：Amit and Livnat（1988）研究得出实施多元化的公司要比经营单一主业的公司获利水平低，而且当多元化经营中的业务之间相关性差时，会加剧这一现象。Berger and Ofek（1995）运用超额值法，以数千家年销售额高于两千万美元的企业为样本，研究表明，随着多元化程度的加深，企业价值减损的越严重，而多元化折价主要来源于激进投资、业务间的交叉补贴、管理的难度上升。Palich, Cardinal and Miller（2000）通过研究得出，二者的关系实际为倒“U”型，具体表现为，随着多元化程度的变化，二者的关系存在一个拐点，企业实施的无论是非多元化，还是程度很高的多元化，其经营效益都不如业务相关的多元化。无独有偶，Manapol Ekkayokkaya, Krishna Paudyal（2015）研究得出企业应在多元化的边际收益被成本抵消之前停止多元化进程，认为多元化程度与企业财富呈倒“U”型关系，且多元化的最佳水平应就具体公司而论。Fauver（2003）侧重于从外部因素研究二者的关系，经研究发现二者的

关系受国家法制、资本市场、市场体系等方面完善程度的影响。发达国家由于在以上三个方面较为完善，其多元化更多地出现折价效应；而在这些方面有待改进的转轨经济国家中，企业进行多元化对绩效的影响不具有明显的指向性。Meggison William, Angela Mogan 等（2004）采用超额收益、托宾 Q 值法等指标，对企业的长期效益进行评价，得出多元化业务越集中，相应的长期效益越能够满足预期，且并购行为会降低企业经营业绩。Espinosa, Jara, Maquieira（2018）通过分析 2005-2013 年 85 家智利上市公司数据，得出多元化会破坏公司价值<sup>[7]</sup>。

国内学者得出这种观点的研究如下：喻纛，霍国庆（2007）利用中国上市公司 2001 年的财务数据，分析得出从事制造业的企业开展非相关多元化的程度，与公司的经营业绩反向变化，即程度越高，绩效越低。并且通过进一步分析发现国有控股企业与民营控股企业的非相关多元化倾向更明显，其绩效水平也比其他类制造类上市企业差。张卫国，袁芳等（2002）研究得出公司业绩会受到多元化的程度、类型的影响，前者表现为程度越高企业效益越差，后者则体现为实施相关多元化产生的业绩一般超过了非相关多元化。洪道麟，熊德华（2006）区别于国内大多数学者都把多元化作为外生变量开展研究，这两位学者从将多元化作为企业特性的内生变量的视角，研究多元化与效益的关系，进而得出多元化减损了公司业绩，并且在努力缩小内生性问题后，这种减损的力度更加明显。作者提到的内生变量指企业的体量、所处的生命周期、股东的结构等。卢宁文，刘雪梅（2016）研究发现随着多元化程度升高，公司的业绩会逐渐下滑，内部控制严密能提高公司效益，高要求的内部控制有利于企业改善因高度多元化而下滑的业绩。莫中杰，种镇国（2010）选取 60 家我国房地产上市公司为样本，采用赫芬达尔指数、EVA 研究得出：在我国，房地产企业效益与多元化程度负相关，而其规模与效益正相关。陈素琴，郑丹凤（2017）通过研究我国家电类公司 2013-2015 年实施多元化的数据，得出家电类公司多元化程度与财务效益是“倒 U 型”的关系，即两者之间存在一个临界值。

### （3）多元化经营与企业绩效不相关

国外学者得出这种观点的研究如下：Gort（1962）通过分析美国代表性强的一百多家制造业公司的多元化，得出不同行业企业的多元化发展不能一概而论，电子制造类公司的多元化程度居于首位，而如石油、烟草这类垄断行业则居于末



端。总体来看，多元化与企业业绩并没有明显的关系。Graham（2002）通过调查研究一定时期和多元化有关的公司并购案，提出多元化与公司效益没有关系。Patrisia,Dastgir（2016）以 107 家印度尼西亚制造业上市公司为样本，研究业务多样化与公司社会绩效(CSP)之间的关系得出，行业层面的多元化对 CSP 没有影响，但相关多元化与 CSP 反向变化，非相关多元化与 CSP 正向变化<sup>[18]</sup>。Wibowo,Lasdi（2021）以 2015-2018 年在印尼证券交易所上市的制造业公司为样本，研究结果表明，多元化战略、董事和管理层薪酬所有权不会影响公司的业绩，而公司规模的结果影响公司的业绩<sup>[25]</sup>。

国内学者得出这种观点的研究如下：朱江（1999）基于 1997 年我国 146 家上市公司数据，研究得出，对我国企业而言，没有明显的证据表明多元化程度会影响其业绩。姚俊，吕源等（2004）通过对中国上市公司 20 世纪 90 年代晚期的多元化实施情况研究后，得出不同于大多数国内学者者认为的转轨经济体可以通过多元化建立内部资本市场进而获利的结论。他们发现多元化没有给股东带去回报，另外，多元化对公司资产增值的负面影响具有滞后性，一般在多元化实施后的第三年暴露出来。作者还强调管理层应牢记公司负债越多，多元化的业绩就会越差。

### 1.2.3 文献评述

综合国内外学者对多元化战略的研究，本文较为赞同尹义省（1999）的观点，将多元化经营界定为：同一企业在不同行业生产产品或提供服务的发展方式或成长路径。多元化经营的分类，从大的方面可分为相关与非相关多元化，进而又可以根据多元化的程度与实现路径进行具体细分。

关于多元化经营和绩效的关系界定，国内外学者都认为二者呈三种关系：正相关、负相关和不相关，具体可以从多元化程度与绩效、多元化类型与绩效以及多元化模式与绩效三方面阐述学术界对于二者关系的主流观点。在多元化程度方面，国内外学者的研究中都有一部分支持了多元化程度与绩效呈倒“U”型关系的结论，同时越来越多学者研究得出专业化经营绩效优于多元化经营绩效的结论；在多元化类型方面，学者们得出相关多元化的业绩表现好于非相关多元化，特别是建立在公司核心能力上的相关多元化，效益更突出。同时众多研究表明相关多

元化往往产生多元化溢价，而非相关往往产生多元化折价；在多元化模式方面，较多学者发现通过内部增长实现多元化经营的企业业绩大于通过外部并购而取得的业绩。此外，在二者关系研究方面，受国家法制、市场机制、资本市场的健全程度等因素影响，发达国家更易产生多元化折价，新兴国家易产生多元化溢价。

综合学者们的研究结论，考虑到：我国资本市场有待健全、经济发达程度待提高等外部环境，为我国企业实现多元化溢价创造了条件，所以我国企业多元化经营与效益，更易呈现正相关关系。同时文章认为多元化与绩效的关系受企业所处内外部环境的影响，所以在研究二者的关系时，应将内外部环境纳入研究范围，区别于基于大样本的实证研究，单案例研究更有利于具体问题具体分析。本文选取实施多元化经营的万润科技为案例，探究在经济下行、行业集中化等外部环境的作用下，双主业经营与绩效在具体企业上所呈现的关系，以便随着外部环境的变化，继续深化对二者关系的研究，进而，为我国 LED 企业实施多元化经营提供借鉴。

## 1.3 研究内容及方法

### 1.3.1 研究内容

本文共有六大部分，以下是对各个部分的概括：

第一部分是绪论。首先介绍了我国企业在多元化战略的实施中，近年来越来越关注双主业经营模式的背景，引出本文要研究的内容；其次，在综述国内外学者研究的基础上，找到本文研究的立足点，进而突出本文研究的理论意义与现实意义。最后，具体阐述本文的研究内容与所采用的方法。

第二部分是多元化经营及绩效的概念界定与相关理论。首先阐述了多元化经营程度的度量方法，其次对企业绩效进行界定，并对多元化经营效益的评价方法予以总结，最后梳理多元化动因的相关理论。从而为后文展开案例分析夯实理论基石。

第三部分是对万润科技多元化的案例介绍。首先介绍万润科技公司概况，然后依次分析万润科技多元化经营的发展历程、业务构成、多元化程度、动因，从而对万润科技的多元化有全面的了解，为后文具体分析做好铺垫。

第四部分是对万润科技多元化经营的绩效分析。分别从多元化经营的财务绩效、非财务绩效、企业价值三维度进行绩效评价，综合运用多种方法得出客观、完整的结论。

第五部分是基于绩效评价结果，对万润科技多元化经营绩效欠佳的原因展开分析，并提出相对应的优化建议。

第六部分是结论与启示。结合前文的分析，得出本文研究的核心结论。总结万润科技实施双主业战略的经验，给其他企业实施双主业战略提供启示。

文章的逻辑框架如图 1.1 所示：

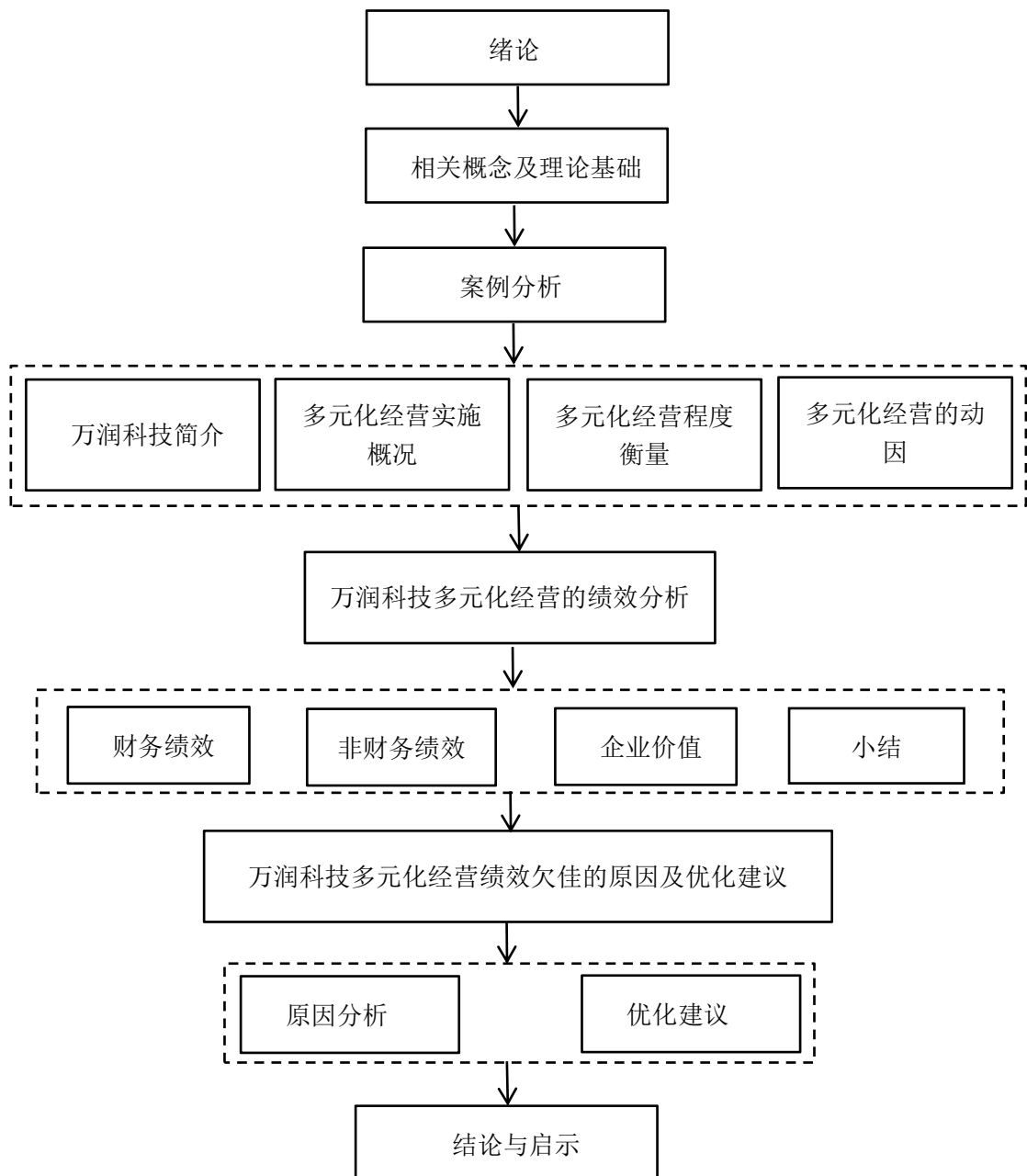


图 1.1 技术路线图

### 1.3.2 研究方法

文章主要运用案例研究法。为了解决我国企业如何更好地实施多元化经营这一问题，文章以万润科技为研究案例，首先分析其多元化动因；其次，利用所掌握的企业 2012-2020 年的财务与非财务信息，对比分析实施多元化经营前后公司财务绩效、非财务绩效及企业价值的变化，进而得出多元化对企业整体绩效的影响；最后提出对万润科技多元化经营绩效优化的建议，并总结相应的经验，继而，实现从个别到一般，帮助更多的企业实施好双主业战略。

### 1.4 本文的贡献与局限性

文章的贡献在于：本文着眼于当下我国企业界掀起推行双主业经营模式的热潮，在双主业战略的实施中，有成功的企业，也不乏失败的企业。文章通过分析万润科技双主业经营的过程、动因、绩效，对其双主业战略的实施效果进行评价，进而由个别到一般，总结推行双主业战略应该具备的条件以及需要防范的风险点，以使企业在成长中不盲目追求多元化，实现可持续发展。

文章的局限性表现在两个方面，一方面，文章在绩效分析中没有进行不同企业之间的横向比较。因为万润科技的经营主业属于不同行业，且根据报表数据无法按照两个主业分别核算业绩情况；另一方面，文章对双主业之间的协同效应分析不深入，主要是因为关于业务协同的相关资料不易获取。所以期待具有实务经验的研究者能就万润科技多元化经营的绩效给予更加深入的分析。

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 多元化战略与双主业战略

多元化战略根据业务的关联度可分为相关、非相关多元化，按照经营主业的数量可以分为双主业战略与多主业战略，即双主业战略是多元化战略的一种，是指企业在原有主业的基础上在新领域开拓业务，并把主要精力放在两个主业的经营上，使之成为企业的支柱产业。双主业战略既可以分散公司经营风险，又有助于增强公司核心竞争力，相比较于很多企业因盲目追求多元化而导致主业空心化，“双主业”这一注重核心业务的多元化模式越来越受到企业的青睐。

#### 2.1.2 多元化经营程度的度量

赫芬达尔指数（HHI）：该指数最常用的用途是评估产业的集聚度，通过计算同一行业中不同经营主体的收入占整个行业总收入的比例的平方和，来体现产业的集聚度。在学术界的研究中也用该指标来反映企业不同项目的相对重要性，从而测量企业多元化的程度。具体是通过计算同一企业中不同业务销售额占企业总销售收入的比例的平方和，得出的数值在 0 到 1 之间，数值越小，相对应的多元化的程度就越高。计算该指标需要的数据较易获得，且对于业务种类少的多元化企业计算量更小，计算公式为：

$$HHI = \sum_{i=1}^N \left(\frac{X_i}{X}\right)^2 = \sum_{i=1}^N S_i^2$$

专业化率（SR）：是指在企业经营的众多业务中，选择为企业销售收入贡献最大的业务，计算的该业务营业收入占总销售收入的比重。该比重越低，说明企业多元化的程度就越高。在企业年报中的主营业务分析部分，我们能够得到相应数据，且分析过程简单易理解。L. Wrigley（1970）将专业化率按照大小分为四层，不同层级的 SR 分别代表了不同的多元化程度，具体如表 2.1 所示。通常在分析界定企业的多元化程度时，综合运用以上方法能够得到更客观的结论。

表 2.1 企业多元化经营分类表

产品销售额占销售总额比重 (SR)	多元化类型	多元化程度
$SR \geq 95\%$	单一产品	单一化
$70\% \leq SR < 95\%$	主导产品	低度
$SR < 70\%$ 产品相关	相关多元化	中度
$SR < 70\%$ 产品无关	非相关多元化	高度

### 2.1.3 企业多元化绩效评价方法

企业绩效是一定期间内企业经营的效果以及管理者业绩，它是一个组织对于战略目标、计划、任务等的完成效果，是衡量目标达成水平的重要切入点。鞠立燕（2021）指出企业绩效评价是管理者决策的依据，是发展策略符合公司实际的保证，是进一步提升公司效益的关键。本文不单独分经营绩效与财务绩效，而是对绩效本身进行研究，意在站在较高的视角研究在多元化经营实施后整个组织的绩效。从国内外学者的研究来看，多元化企业的效益通常用以下方法评判：财务、股价绩效法，经济增加值（EVA），托宾 Q 值法，超额收益法以及全要素法等。结合本文分析需要，重点介绍以下四种方法：

#### （1）财务绩效法

该方法主要是基于公司的报表数据，通过分析企业关键项目的绝对数的大小以及相对指标高低、变化趋势，通过横向、纵向的比较，进而评价企业在一定期间的经营业绩。通常会通过衡量企业在获利、偿债、营运、发展这四方面的能力，来反映公司的短期绩效。另外，也会采用一些跨报表计算的指标来综合反映经营效益。Brealey and Myers（1984）指出在众多指标中，资产收益率 ROA 更能全面地反映企业多元化绩效。Palepu（1985）强调净资产收益率 ROE 是学术界进行战略管理研究中评价绩效的重要指标。该方法的优点是数据易获得，分析简单清晰；缺点在于所依据的是历史数据，不能反映公司未来的情况与长期绩效。所以本文在采用该方法的基础上，运用其他方法弥补其不足，以得到客观的绩效评价结果。

#### （2）经济增加值(EVA)

经济增加值（EVA）是公司税后净营业利润与所投入的资本成本之间的差额，

它是一种机会成本。分析 EVA 能帮助企业实现股东财富最大化。当 EVA 为正时，说明公司投资某项目获得的收益超过投入的所有资本成本，该项目为股东带来了财富；反之，当 EVA 为负，则没有为股东赢得新价值。该指标区别于其他指标的地方在于，它能够根据公司的实际情况对加入公式的指标进行差异化的调整，进而实现量身定做，不存在一刀切的情况。同时 EVA 将权益资本也考虑在内，使得业绩评价结果更加客观。本文将 EVA 从财务绩效法中分离出来，旨在反映其也是评价公司价值的重要方法。

### （3）托宾 Q 值法

该方法由 James Tobin 于 1969 年提出，此后被学界作为研究绩效的重要方法。Berger and Ofek（1995）等学者用托宾 Q 值来衡量公司多元化的经营效益。托宾 Q 值是公司股票市价除以它的重置成本得到的。按照托宾 Q 理论，Q 值是体现投资者对上市公司成长性的评判，当 Q 值 $>1$  时，Q 值越高说明投资者越看好企业的发展，愿意购买该企业的股票，因为企业的股票价值高，此时企业更偏向于增加实实在在的投资；当 Q 值 $<1$  时，说明市场对企业的成长性不看好，股价较低，此时企业倾向于通过股票收购其他企业。该方法的独特之处在于，它结合了市场与财务数据，以更加综合的视角评价绩效。

### （4）非财务指标

虽然部分非财务指标不能像财务指标一样实现精准量化，但非财务方面的一些表现，如：研发能力、市场占有率、顾客忠诚度、员工满意度、社会贡献力等都对公司的发展具有举足轻重的作用。这类指标一般关乎企业长期的运营，通过它们可以探视公司的未来发展情况。史文婧（2019）指出公司在开展多元化中所收获的资源整合能力、研发能力以及市场竞争优势都会对公司长期发展产生重要影响，并选取市场占有率、潜在发展能力与资源整合能力对皇氏集团的非财务绩效做出评价。马正皓（2021）从社会认可度、科研能力、员工满意度三个角度分析了通威股份多元化的非财务绩效。

## 2.1.4 多元化战略与企业并购

企业并购类型包括横向、纵向与混合并购，横向并购因为是对属于同一行业的，从事的业务和生产的产品相关度都高的公司的收购，所以不能达到多元化经

营的目的。纵向并购由于是在原有主业产业链上下游的布局,会产生相关多元化,而混合并购则是将属于不同行业中的公司吸收进来,从而产生非相关多元化。实施收购可促进公司以较低价进军新兴行业和进行多元化发展。

## 2.2 多元化经营的理论基础

### 2.2.1 生命周期理论

该理论有狭义,也有广义,狭义可以通俗理解为生物体的成长遵循生、老、病、死的过程,而广义则涉及客观存在的任何事物的规律。文章重点分析企业、行业生命周期,这一理论认为企业、行业的发展遵循从导入期(初创期)开始,依次会经历成长期、成熟期,最终进入衰退期的规律。所以企业应按照自己所在的生命周期阶段,适当调整自身战略,实现可持续发展。黄洪民(2004)认为企业成长到一定规模就会顺其自然地选择开展多元化。无独有偶,王莉娜(2007)指出多元化是行业走向成熟、企业迈入成熟期的必然选择。成熟期的典型表现是:随着产品制作工艺的标准化、成熟化,行业中产品出现严重同质化,产业的盈利缩水,面对几乎饱和的市场,竞争者开始打价格战。同时,行业中并购整合加剧,马太效应凸显,一些小型企业生存举步维艰。因此,企业会在步入成熟期后,将开展多元化作为合理的出路。

### 2.2.2 风险分散理论

风险分散理论源自于资产组合理论。风险分为系统风险与非系统风险,前者不能被分散,但行业不同,所受到的系统风险的影响是有差异的;该理论认为通过投资组合,不同股票的收益会相互抵消,导致组合资产的综合收益波动程度降低,从而分散非系统风险。多元化能使企业利润的波动减小,能发挥分散经营风险的作用(李冬妍、张雯,2009)。多元化能助力企业平衡主业风险,因为多元化使得企业资源被划分到不一样的产业与行业中,而当其中一个领域遭遇风险时,可以从其他领域获取资金来填补亏损,增强企业的风险抵抗力(蒋琳琳,2015)。在跨界竞争司空见惯的今天,企业更倾向于通过多种业务来实现持续经营。虽然多元化经营没能给企业带来较高的利润,但却降低了利润的波动,减小了经营风



险（朱江，1999）。仅经营单一产业的企业要比多元化经营的企业承受更多的市场风险、技术和政策风险，因为多元化能够将风险损失分摊至各业务上，从而实现规避风险、稳定发展的目的（黄洪民，2004）。此外，正如同时投资相关系数为-1 的两只股票时，风险可完全抵消，相关系数大于-1 小于 1 时，可以部分抵消风险，从这个意义上说，非相关多元化比相关多元化更有利于分散风险。

### 2.2.3 资源剩余理论

该理论认为企业在长期发展中会形成过剩的资源，并积聚具有经营普适性的一些能力，而出于资源的不可分性，企业倾向于通过实施多元化经营，将这些资源运用到新的业务上。当企业资源有剩余时，开展多元化经营能帮助企业达到资源在不同产业间分配与共享的目的（Penrose，1959）。企业实施多元化，目的是在利用现有资源的同时，挖掘新资源（Wernerfelt，1984）。

### 2.2.4 市场势力理论

学术界经过长时间的研究得出，市场势力有三种实现途径，分别为：一是交叉补贴，企业在销售产品时，通过将自己竞争力强的产品高于均价出售，竞争力弱的产品低于均价出售，以达到业务之间利润互补、战胜竞争对手的目的；二是互相牵制，当企业试图集中力量发展一个产品来攻击竞争对手时，往往因为忽视了其他业务的发展而使对手抓住反击的机会，正是因为这种业务间相互牵制的存在，从而形成势均力敌之势，维持了市场的动态平衡；三是互惠共利，市场中的现有竞争者为了维持既定的市场份额，会选择合作的方式去对抗行业的新进入者。而实施多元化，特别是相关多元化，能激发业务间的协同效应，多样化的产品组合能帮助企业形成市场势力，最终提高在市场中的竞争力。对实施多元化的企业而言，并非每个业务都要获得最大的收益，而是通过企业多元的营销渠道、市场策略来形成一种庞大的势力，在市场中开拓一席之地（陈素琴、郑丹凤，2017）。

## 3 万润科技多元化经营案例介绍

### 3.1 万润科技简介

万润科技全称为深圳万润科技股份有限公司，成立于 2002 年，成立初期主要从事 LED 元器件封装与照明应用业务，2008 年被认定为国家高新技术企业，2012 年公司在深交所中小板挂牌，股票代码 002654。围绕 LED 业务，公司在研发、设计、生产、销售板块进行了全方位布局，通过多年的行业深耕与技术积累，万润科技现已成为 LED 领域国内领先的中高端产品提供商。2016 年公司通过并购方式开拓互联网广告传媒业务，该业务本身强劲的发展能力以及公司围绕该业务进行的紧锣密鼓地布局，使得广告传媒业务迅速成为公司的第二主业。从此，万润科技成为一家发展“LED+广告传媒”双主业的企业。公司践行 LED 与互联网广告传媒合力驱动的发展战略，围绕双主业的布局使其从一家中小企业，发展为一家拥有子孙公司 39 家、员工两千余名的大型现代化企业集团。截止 2020 年末，集团总资产达 44.44 亿元，营业收入达 41.60 亿元。

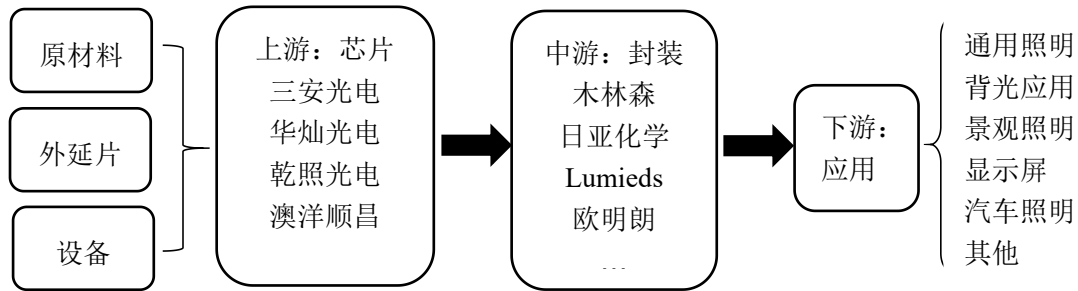
### 3.2 万润科技多元化经营实施概况

#### 3.2.1 万润科技多元化的发展历程

##### （1）单一主业阶段（2002 年-2015 年）

这一阶段公司主要从事 LED 光源器件封装和 LED 照明业务，在 2015 年之前 LED 光源器件封装业务的营业收入占比均在 70%以上。2014 年因各国政府禁止白炽灯、推行节能减排政策，技术日渐成熟的 LED 照明凭借其实用且节能的特点赢得了市场越来越多的认可，伴随着 LED 照明成为拉动全产业链的关键动力，位于 LED 产业链上游的封装以及下游照明环节的公司，因为进入门槛相对较低，相应的市场竞争更加剧烈，最后出现了行业内兼并整合常态化、行业集中度愈来愈显著。公司管理层凭借在行业深耕多年的经验，做出公司向 LED 产业链下游延伸的决定，下游应用市场的规模远大于中游封装市场规模。为了整合 LED 中下游优良资产、巩固公司的业务基础，分别采取了收购、参股、投资的方式，参与到日上

光电、中山欧曼和长春万润的经营中。2015 年公司通过全资并购方式，获得日上光电 100% 股权，该企业系广告标识照明领域的龙头企业。此举帮助万润科技进军 LED 广告标识灯具细分市场，使得企业 LED 灯具业务的规模扩大，LED 照明业务也逐渐成为公司重要的利润来源。



资料来源：《万润科技：2019 年年度报告》

图 3.1 LED 行业产业链

(2) “LED+广告传媒”双主业阶段（2016 年-至今）

面对 LED 行业产品同质化、竞争加剧的状况，公司在 2014 年开始布局业务上的横向发展。通过对不同行业的广泛调研，公司最终选定互联网板块盈利能力高且前景好的互联网广告行业。互联网广告就是依托互联网进行投放的广告，按照传播终端类型可分为电脑端与移动端互联网广告。2016 年公司完成了并购鼎盛意轩与亿万无线，开拓了互联网广告传媒业务。此后，公司持续加大投入与并购力度，先后又将万象新动、信立传媒等网络广告传媒领域的企业并入经营范围。经过几轮外延式并购，万润科技已经建立以“LED+广告传媒”的双产业运作方式。截至 2021 年中报，万润科技共有 39 家子公司，其中全资子公司 13 家，间接全资子公司 14 家，控股及间接控股子公司 11 家，参股子公司 1 家。子公司数量的增长源于双主业模式的实施，表 3.1 列示了公司多元化的重要节点。

表 3.1 万润科技在延伸产业链与发展多元化上的重要布局

时间	标的	主营业务	战略目标
2015 年	日上光电 100% 股权	LED 广告标识照明	向下延长 LED 产业链，提升在照明市场的占有率
2015 年	参股中山欧曼、投资长春万润	LED 照明	整合优良资产，优化产业链配套
2015 年	博图广告	互联网营销全案服务	多元化战略，进军互联网广告行业

续表 3.1

时间	标的	主营业务	战略目标
2016 年	鼎盛意轩	互联网家居装饰广告服务	多元化战略，进军互联网广告行业
2016 年	亿万无线	移动互联网营销服务	
2017 年	万象新动	移动互联网广告服务	完善互联网广告产业链、多元化战略，整合营销业务
2017 年	信立传媒	电视广告和数字营销	延伸产业链，进一步完善双主业
2018 年	中筑天佑	美学灯光工程服务	
2018 年	朗辉光电	户外照明	向下延伸产业链，提升 LED 板块的整体利润率

资料来源：根据年报整理

### 3.2.2 万润科技多元化业务构成分析

2016 年之前，公司紧紧围绕 LED 制造业进行单一主业运营。2016 年公司通过并购进入互联网广告传媒这一新产业，新产业为公司增加了营业收入，提高利润，形成新产业与传统 LED 产业协同发展的局面。根据图 3.2，公司目前拥有三大类业务，主要业务为 LED 业务与互联网广告传媒业务。随着公司在广告传媒产业链的深入布局，从 2017 年开始，广告传媒业务已超过原主业，成为对营业收入做出贡献最大的第一大业务。有学者指出，双主业经营往往是过渡时期的战略，企业的第二主业会逐渐代替第一主业的位置，即，完成传统主业向新兴主业的过渡。不过，就万润科技来看，公司近年来持续推进两个主业产业链的完善，说明公司将持续“LED+广告传媒”的双主业经营模式。一方面万润科技通过纵向并购，向下延伸产业链，增强 LED 主业的核心竞争力；另一方面，通过多次横向并购，开拓新业务，并围绕广告传媒业务完善产业链，体现公司对两个主业的同等重视。

LED 板块业务：经营该板块的重点子公司有：恒润光电、日上光电、中筑天佑、万润能源，它们在具体的业务与产品上并非竞争关系，而是各有侧重点，如：恒润光电主要经营 LED 封装与应用业务，典型产品有：贴片式、直插式产品、大尺寸背光产品等；日上光电重点经营 LED 广告标识照明相关业务，代表性产品为：LED 灯管、路灯、广告标识模组等，主要应用领域为商业照明、标识照明等；中筑天佑主要经营 LED 景观灯饰、文旅灯饰等与艺术灯饰工程相关业务，主要承担美学灯饰工程项目的产品设计、开发、施工，并应用于智慧城市建设领域。万润

能源主要从事能源供应、能源服务等能源服务业务。通过以上布局，万润科技逐渐打造出涵盖封装、照明、景观亮化设计与施工全套业务的中下游产业链。

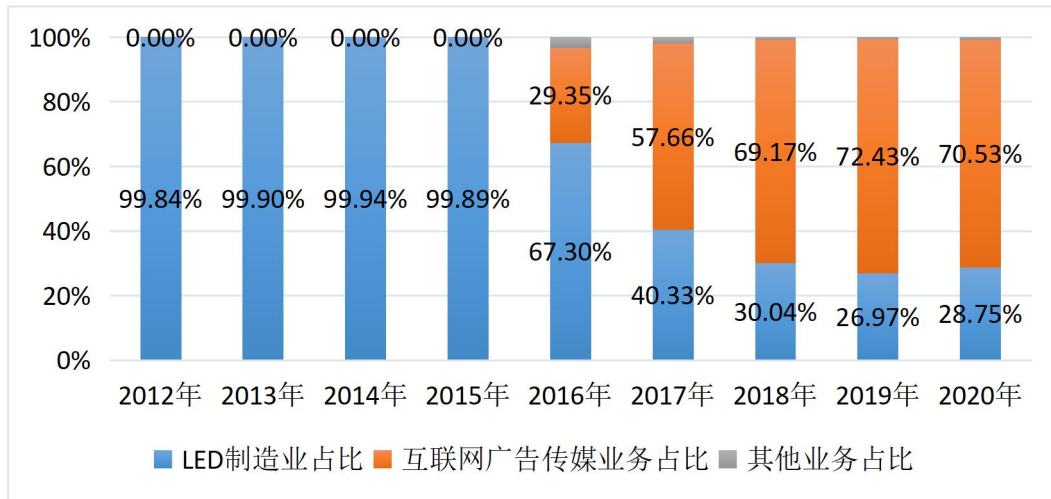


图 3.2 万润科技 2012-2020 年营业收入构成

广告传媒板块业务：从事该板块的主要子公司有：2016年并入的鼎盛意轩与亿万无线，以及2017年并入的信立传媒、万象新动。各子公司处在互联网广告服务行业的中游，主要负责广告策划、投放、数据分析等，为上游的网络媒介运营商提供营销服务与技术指导，从而满足行业下游企业客户的互联网广告需求。各子公司在该行业细分领域各有千秋，逐渐形成电脑端、移动端、电视端多端共进，线上线下相结合，三屏结合的媒体资源格局，形成了完善的广告传媒产业链。各分公司间建立资源互通、优势互补关系，在该行业中具有强大的竞争力。

### 3.3 万润科技多元化经营程度衡量

文章分别采用赫芬达尔指数（HHI）与专业化率（SR）两个指标分析万润科技多元化的程度。由下表可知，HHI指数从2016-2020年均保持在50%-60%之间，说明企业的多元化程度五年来保持稳定，也反映出公司是围绕其双主业开展多元化的。根据Wrigley（1970）的企业多元化分类法，当 $SR < 70\%$ ，且产品无关时，其多元化程度较高，且为非相关多元化。可以看到2016-2020年，万润科技的SR基本在50%-70%之间波动，说明公司多元化程度高，为非相关多元化。

表 3.2 万润科技多元化程度分析表（单位：百万元）

年份	营业总额	LED 制造业	互联网广		HHI	SR
			告传媒行	其他业务		
2012 年	388.51	387.90	0.00	0.61	99.68%	99.84%
2013 年	436.39	435.94	0.00	0.45	99.80%	99.90%
2014 年	523.26	522.97	0.00	0.29	99.88%	99.94%
2015 年	839.01	838.06	0.00	0.95	99.78%	99.89%
2016 年	1570.17	1056.67	460.81	52.69	54.02%	67.30%
2017 年	3042.13	1226.94	1754.13	61.06	49.55%	57.66%
2018 年	4577.02	1374.87	3166.09	36.06	56.88%	69.17%
2019 年	4179.77	1127.33	3027.36	25.08	59.74%	72.43%
2020 年	4159.81	1195.83	2934.03	29.95	58.02%	70.53%

资料来源：根据年报及东方财富网整理

### 3.4 万润科技多元化经营的动因

企业对战略的选择有多种动因，而所有的动因都是着眼于企业当时所处的内外部环境，所以本文在分析万润科技多元化经营的动因时，先运用 SWOT 分析法对企业实施双主业前的内外部环境进行分析，为动因分析起到背景铺垫的作用；之后更有依据地分析其动因。

#### 3.4.1 万润科技 SWOT 分析

##### （1）外部机会

政治和法律环境方面：2011 年，国家出台逐渐淘汰白炽灯的指导性文件，三年后，国务院又发布《能源发展战略行动计划》进一步强调提高节能电器的使用率，打造绿色照明。同时，对我国 LED 行业加大政策扶持与资金补贴。此外，从 2015 年开始，国家大力提倡推进“互联网+”行动，强调制造业的转型升级应该借助于信息技术，将智能制造转变为智慧制造。LED 行业作为典型的制造业企业，而互联网广告行业属于新兴行业，拥有强大的技术资源，两者的融合既有利于资金之间的共享，又有利于加速制造业向智能化发展。

经济环境方面：2014 年初，我国网络普及率上升到 45.8%，网民规模增长到 6.18 亿。互联网技术借助于 PC 端与移动端囊括了主流消费人群，伴随着电商平台与网民的增多，市场对互联网广告的需求也与日俱增，互联网市场的广告价值

突显。因此，互联网广告行业具有极大的发展潜力；技术环境方面：互联网技术的日益成熟，推动 LED 行业的技术革新，助力传统制造业转型升级。因而，传媒、互联网等有互联网技术赋能且与 LED 有一定关联的行业成为 LED 上市公司发展多元化、培养第二主业的优质选择。

### （2）外部威胁

从 2010 年开始，政府对 LED 产业链上游、中游产业的大力补贴，引来社会资本的同时也引发了过度投资，导致行业产能过剩。2012 年行业陷入了全面“红海”市场。2014 年随着政府节能政策的推行，LED 照明领域迎来了国内需求的释放，但同时不可避免地吸引更多潜在竞争者的进入。2015 年，照明市场逐渐饱和，利润增长放缓，并且行业加速整合，集中度提高。如今，LED 企业既面临国内厂商的同质化竞争又面临国际厂商高技术带来的压力。外部环境的变化迫使企业探寻新的利润增长点。行业掀起并购整合潮，未来市场由少数大企业占领的可能性愈来愈大，将影响其他企业的获利水平。

### （3）内部优势

万润科技的竞争优势集中体现在研发技术、产业链协作配合、中高端市场准入优势及品牌等方面。一是研发技术优势，作为高新技术企业，研发能力与技术水平的高低决定着企业核心竞争力的大小。万润科技在 LED 封装领域有超过十年的技术沉淀，同时公司注重研发，着力打造照明灯具上的智能控制化与灯具一体化；二是产业链配套优势，公司通过向下延伸产业链，使得中游的封装产业与下游的照明应用产业，在产品品质、中高端市场占有等方面密切合作，建立了产业链协作优势，进而扩大产品的市场占有率，提高了利润，为公司开拓新业务提供了资金保障；三是中高端市场优势：公司一直将自身定位于中高端市场，通过不断获得国际高水平认证，其产品无论在品质还是市场准入上，都在全球中高端市场取得优势；四是品牌优势，2015 年万润科技荣登我国最有国际竞争力 LED 企业榜第十名的荣誉，随着荣誉数量的增多，公司产品在全球市场的知名度明显提高。

### （4）内部劣势

首先，万润科技多年来聚焦 LED 封装单一产业，面对经济大环境波动、行业增速放缓等，企业的抗风险能力较弱；其次，公司从事的单一主业为传统产业，

随着技术差距的缩小，产品面临被替代的风险越来越高，主业的盈利能力不足，企业需要借助互联网技术升级主业，提升核心竞争力；最后，互联网广告传媒产业对公司来说是新的领域，公司缺少在这一领域的经营经验，互联网广告传媒类公司属于轻资产类，并购时往往产生高商誉，因此，公司在并购过程中要严防商誉减值风险。

### 3.4.2 万润科技实施多元化的驱动因素

#### (1) LED 行业处于生命周期的成熟期

一方面，LED 封装业务由于技术壁垒以及进入门槛较低，从 2014 年开始，行业竞争加剧，出现恶性价格竞争，产品毛利率降低，利润空间被挤压。由此引发行业内加速洗牌，从下图可以看出 LED 封装企业的数量从 2014 年起也开始逐年负增长。另一方面，万润科技的照明应用业务历年在营收中所占的比重不足 30%，而随着节能减排政策的落实，投资热致使 LED 照明业务也出现了竞争同质化的局面。因此，为了谋求长远发展，万润科技必须采取多元化发展战略。

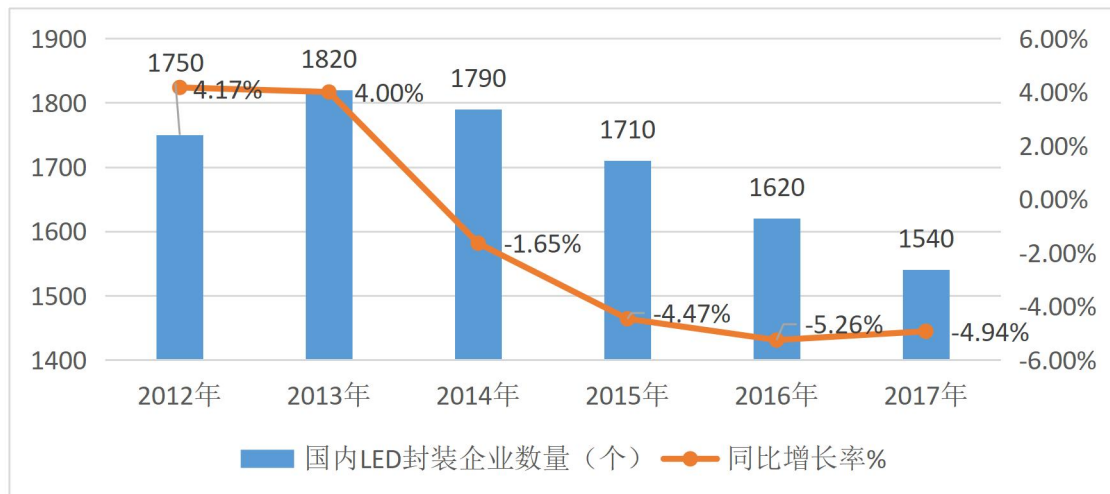


图 3.3 国内 LED 封装企业数量变化图

#### (2) 分散经营风险

按照投资组合理论，将原有业务与其不完全相关的业务组合经营，能够降低企业面临的非系统性风险，同时考虑到系统风险对不同行业的影响是不同的，因而开展多元化，尤其是非相关多元化能够分散风险。2014 年万润科技的 LED 业



务尚有盈利空间与市场，但利润增长放缓，企业将面临发展动力不足，市场竞争力减退等风险。因而，企业未雨绸缪，尝试通过相关多元化与非相关多元化两条路径来分散风险。之所以选择向互联网广告产业拓展，是因为互联网广告行业市场大、增速快，有很大的前景。此外，该行业轻资产属性明显，有利于企业快速切入。互联网广告传媒属于数字传媒，作为新兴产业，它能够助力公司传统主业向智能化转变，同时，形成传统产业与新兴产业的协同发展，优化业务结构。

### （3）增加新的利润增长点

万润科技处在 LED 产业链的中下游，2015 年以前公司 70% 以上的收入来源于中游的封装业务，而在 LED 产业链中，利润分配遵循的规律为：上游的芯片多于下游的应用，下游的应用多于中游的封装。因此，公司迫切需要挖掘新的利润增长点。多元化经营能够帮助企业开拓新业务，为企业增加新的收入来源。同时，与“单一主业”与“分散业务”不同，“双主业”既能促进利润增长，又能保障利润的稳定性。万润科技进入互联网广告传媒行业，有利于公司通过双主业的协同发展，踏上互联网新兴经济发展的快车，提升公司的盈利能力和发展潜力。

### （4）利用企业资源禀赋

万润科技通过十几年的积淀，拥有精湛的技术、中高端市场一定的占有率、忠诚的客户等，同时，公司拥有目击实验室资质、专业研发团队、多项顶级产品资格认证。这些有形的、无形的资产能使企业更快速地接纳新产业。公司 LED 主营业务盈利增速稳健，为企业转型夯牢基石，为第二主业的发展提供了资源。公司利用上市公司的优势，通过非公开发行股票为公司多元化转型及产业链延伸提供充足资金支持。因为互联网广告传媒产业、LED 产业都高度依赖技术，所以在日后的发展中能够形成协同效应，相互服务。

### （5）提升企业核心竞争力

万润科技所经营的封装业务处于 LED 产业链的中游，随着技术差距缩小，LED 行业的进入门槛降低，越来越多的企业加入挤占市场，市场趋于饱和并最终导致行业利润增长放缓。为在白热化的竞争中站得住脚，万润科技亟需增强主业竞争力。一方面，通过纵向并购，实施相关多元化，向下延伸产业链；另一方面，通过混合并购，实施非相关多元化，培养另一主业，以达到企业核心竞争力的提升。

## 4 万润科技多元化经营绩效分析

为了全面、客观地评价万润科技多元化经营的绩效，本章首先运用财务绩效法，通过分析万润科技获利能力、营运能力、偿债能力与发展能力相关指标，从而评价万润科技实施多元化经营后的短期绩效；其次，结合非财务指标对开展多元化的绩效进行评价，以克服仅依靠财务指标分析的缺陷；最后，运用企业价值指标一方面评价相应的长期绩效，另一方面对以上两个维度分析的结果进行佐证与补充，具体采用 EVA、托宾 Q 值法。

### 4.1 多元化经营财务绩效分析

本文选取万润科技 2012-2020 年的财务数据，通过对比分析 2016 年公司实施双主业经营前后各项指标的变化，得出多元化经营对公司短期绩效的影响。

#### 4.1.1 盈利能力分析

企业经营的最終目的是为了盈利，盈利能力理所应当地成为业绩衡量最重要的标准，分析该指标，有利于管理者发现经营中的问题并解决问题。本文选用销售净利率、总资产净利率与净资产收益率这三项关键的盈利能力指标对万润科技 2012-2020 年的经营业绩展开分析。

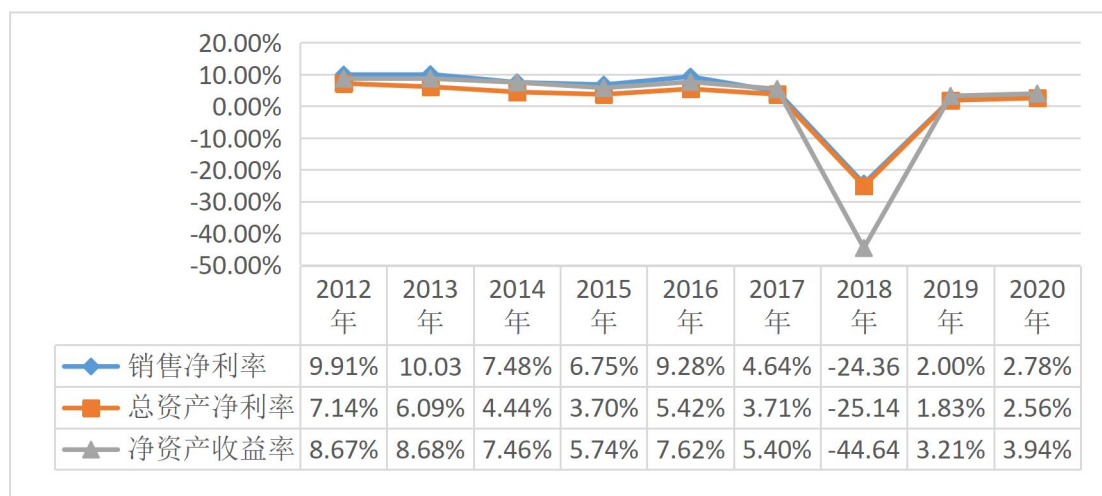


图 4.1 万润科技 2012-2020 年盈利能力指标变化趋势图

根据图 4.1 可以发现, 2012-2020 年万润科技这三项盈利指标走势基本相同, 除去 2016 年以及 2018 年的影响, 总体都呈下降趋势。说明公司销售收入的获利水平、资产的获利水平在降低, 利用自有资本获得净收益的能力在降低, 总体来看, 万润科技的盈利能力降低了。结合年报, 2016 年公司盈利能力指标有小幅增长, 主要得益于公司在这一年通过并购, 新增互联网广告传媒产业。2016 年该业务营业收入占比达到 29.35%, 促使公司净利润、营业收入、平均资产总额分别同比增长 121.96%、87.15%和 75.66%。广告传媒产业作为新兴产业增长迅速, 为公司业绩做出较大贡献, 成为公司第二大主业。广告传媒产业的迅猛增长源于公司在业务上的快速提升以及并购子公司后带来资产、经营成果的量的增长。如: 公司在互联网广告、家居装饰广告等方面都进展得很快。2016 年之后盈利能力指标总体下降主要源于研究开发费用与资产减值损失的巨额增加使净利润下降, 集中体现在商誉减值损失、坏账损失的增加。

2018 年公司销售收入为 4577.02 百万元, 为历年新高, 而对应的净利润却为 -1114.92 百万元, 为历年新低, 致使当年所有盈利指标出现断崖式下跌。产生原因是: 报告年度内商誉减值、子公司预计负债增加等。报告期内, 公司资产减值损失同比增加 321.6%, 主要来源于对并购的多个子公司计提商誉减值准备 947.81 百万元。严重影响了利润的增长。

2019-2020 年公司各项盈利指标较 2018 年有回升, 但仍然达不到 2018 年之前的水平。究其原因, 一方面 2018 年之后, 公司减少了并购, 再未产生新的商誉, 每年计提的商誉减值准备在减少, 对净利润的影响减小; 另一方面, 公司收益受新冠疫情的影响, 存在一定的下滑, 使得盈利指标下降。

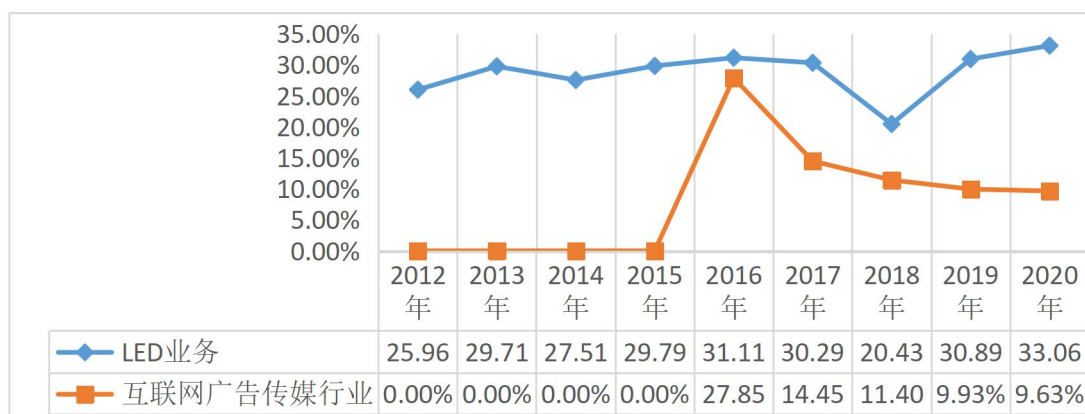


图 4.2 万润科技 2012-2020 年各主营业务毛利率 (单位: 百分比)

根据图 4.2 可知, 2012-2020 年公司 LED 业务的毛利率均高于互联网广告传媒业务, 除 2018 年外, 基本维持在 30%, 有小幅波动但总体呈上升趋势。互联网广告传媒业务作为新业务 2016 年并入公司后, 其毛利率逐年下降, 且下降幅度较大。通过分析发现, 2018 年 LED 业务直接材料与直接人工增长异常导致当年该业务营业成本居高, 毛利率下降。2016-2018 年互联网广告传媒业务收入的同比增幅小于成本同比增幅, 2019-2020 年该业务收入分别同比下降-4.38%与-3.08%, 收入下降的幅度大于成本下降的幅度, 而该业务成本居高的原因可能在于: 公司策划的广告吸引力不够。

2012-2020 年 LED 业务的毛利率维持在 30%左右, 没有因为新业务的加入而降低。互联网广告传媒业务的毛利率在 2016-2020 年呈逐年下降的趋势, 但该业务毛利率均大于 0, 不可否认其也为公司整体利润增长做了贡献。

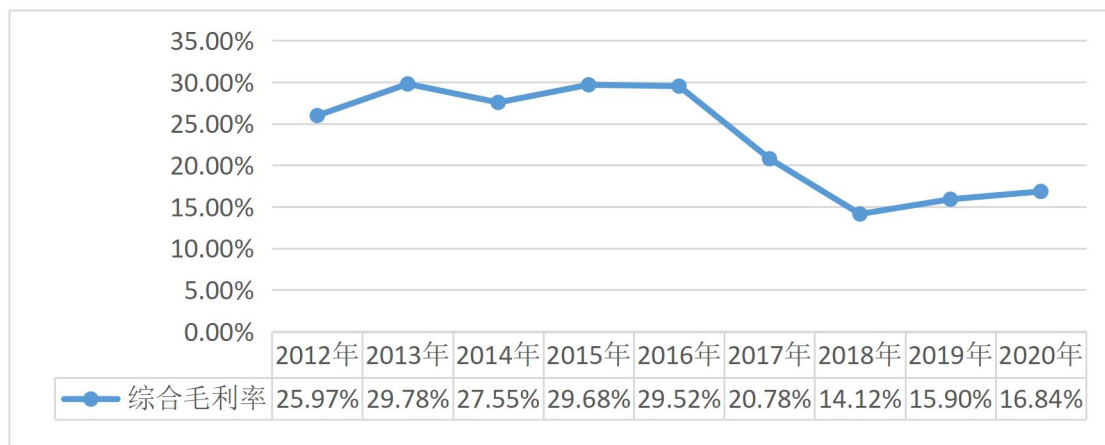


图 4.3 万润科技 2012-2020 年综合毛利率变化趋势图

根据图 4.3, 2016 年以前公司仅经营 LED 单一主业时, 公司综合毛利率维持在 25%-30%, 2016 年公司新增广告传媒产业后, 综合毛利率下降到 15%左右, 下降明显, 主要源于新业务的毛利率拉低了公司总体的毛利率, 说明双主业一定程度上降低了公司的综合毛利率。值得注意的是, 公司为了完善两个主业的产业链, 从 2014 年开始, 每年都会并购新的企业, 其中多次在并购形式上选择全资并购, 控股合并情况下企业集团合并报表中的毛利率会发生变化, 因为全资并购形式增大了公司的成本支出, 最终使得综合毛利率下降。

### 4.1.2 营运能力分析

企业营运能力主要是透过资产的流动性去判断企业利用资产的效率,通常通过计算总资产、存货的流动性以及应收账款的回款速度来判断营运能力的大小,从而为提升企业经济效益提供抓手。

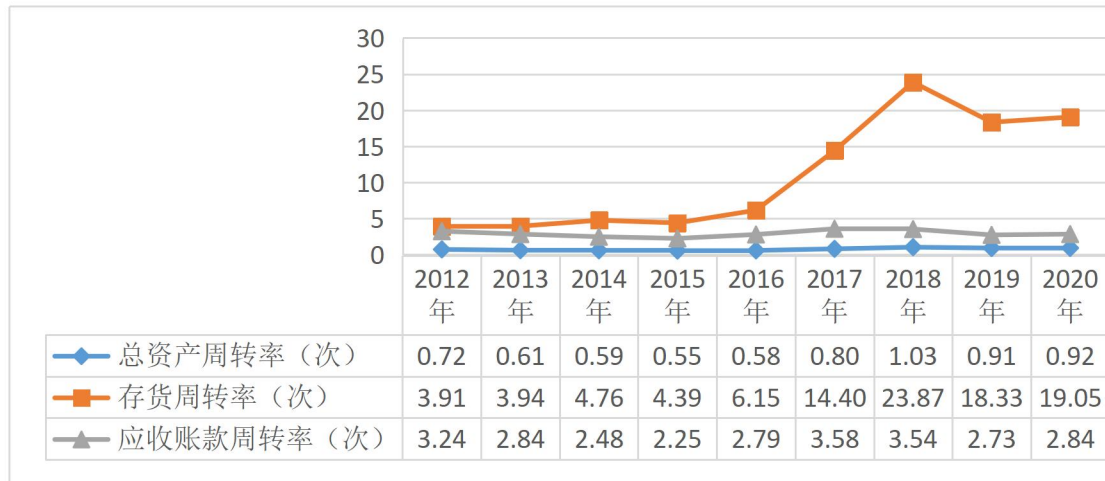


图 4.4 万润科技 2012-2020 年营运能力变化趋势图

根据图 4.4, 总资产周转率呈现先降后升再降的趋势, 而且不难发现该指标在 2016 年以后有明显提升, 此后保持在较稳定状态, 表明公司在销售方面的能力提升, 资产投资的效果越来越好。存货周转率的变动以 2016 年为界, 前期逐年稳定增长, 2016-2018 年陡崖式上升, 2018-2020 年有微小下降, 但仍保持较高水平, 说明企业存货的流动性、存货管理水平以及销售收回能力都有明显提高。应收账款周转率也呈现先降后升再降的趋势, 从 2016 年开始有了一定提高, 说明公司应收账款的收回速度加快, 应收账款管理水平提高。研读年报发现: 存货周转率提高在于: 公司互联网广告传媒业务营业成本占总营业成本的比重从 2016 年的 30.04%, 逐年上升, 到 2020 年已达到 76.64%, 而该业务属于轻资产业务, 因而涉及的存货较少。此外, 在 2016-2020 年公司营业成本较之前大幅上涨, 也造就了公司存货周转率提高的结果。

### 4.1.3 偿债能力分析

企业偿债能力是企业日常经营中, 运用其拥有的资本清偿欠款的综合能力。

按照所借款期限的长短，以及资产负债的流动性，将偿债能力细分为短期、长期来分别分析。文章采用流动比率、速动比率反映短期偿还能力，通过资产负债率来反映长期偿还能力。同时，资产负债率也是衡量公司偿债能力的综合指标。偿债能力的大小关乎企业融资、客户关系、诚信经营等方面，分析偿债能力有利于管理者做出合理的经营决策。

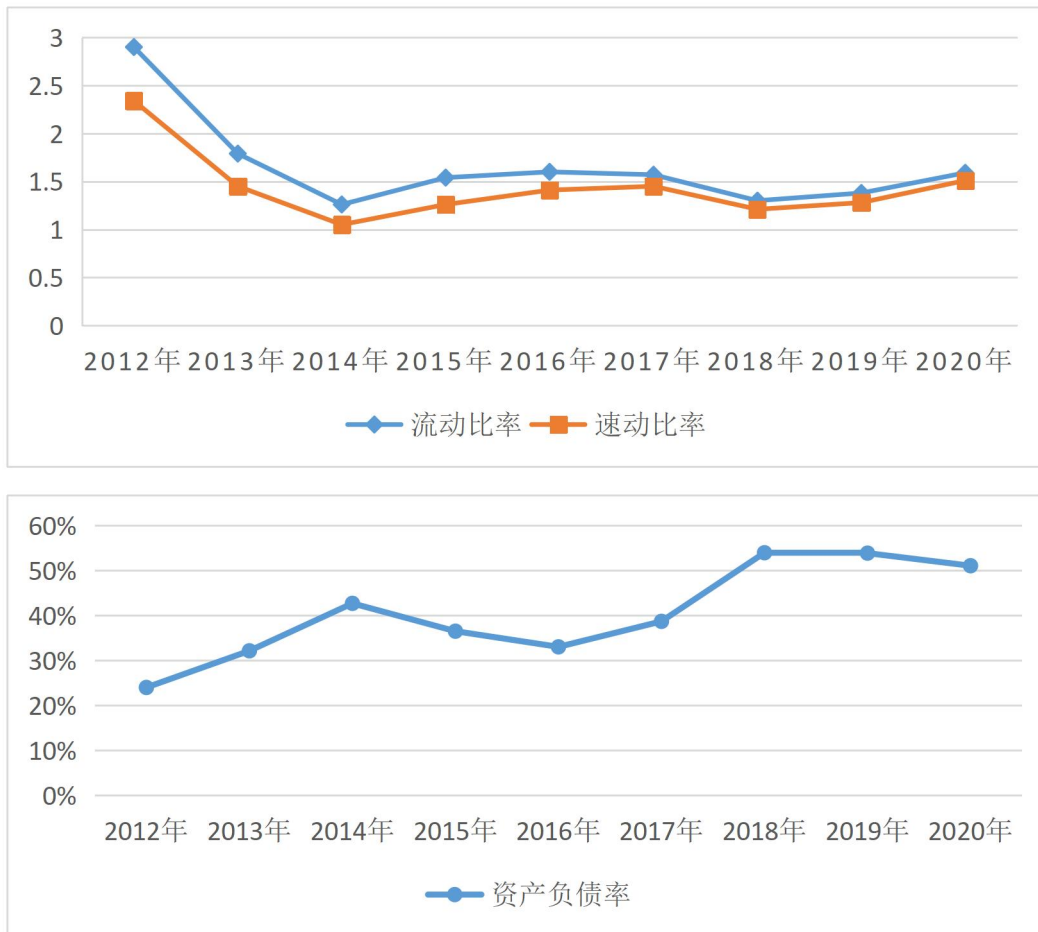


图 4.5 万润科技 2012-2020 年偿债能力变化趋势图

根据图 4.5，2012-2020 年公司流动比率与速动比率走势基本相同，总体都呈现先降后升再降再升的趋势，且两个比例的差异在减小，说明在流动资产中存货的份额在下降。一般认为，流动比率应在 2 以上，从而确保有足量的流动资产清偿流动负债。除 2012 年外，万润科技流动比率均在 1.5 左右，在 2017-2018 年处在较低水平，这个阶段流动负债的同比增速高于流动资产，资产的变现能力降低。2019-2020 年由于公司大幅控制了流动负债的增长，流动比率逐渐在回升，



但总体来看，多元化后流动比率是下降的。公司速动比率均在 1 以上，说明偿还流动负债的能力强。但综合来看，2016 年以后公司的短期偿债能力下降了。原因在于，公司经营范围扩大，涉及的业务量增多，为维持生产经营发生了大量的短期借款和应付账款。

公司资产负债率在 2016 年前后呈现先下降后上升的趋势，且 2016 年以后的资产负债率明显大于 2012-2015 年。说明多元化实施后，公司通过借款来筹集资金的比例在增大，这将会降低公司对债权人利益的保护程度。万润科技长期偿债能力下降。公司负债总额的增加主要来自于短期借款、长期借款、应付账款及预计负债。一方面，公司扩张需要大量资金支持，除了依靠非公开发行股票筹资外，公司的短期借款与长期借款数额巨大；另一方面，2018 年由于子公司核心员工被司法机关采取强制措施，可能因此需要给已签署合同的客户支付违约金，计提预计负债 1.33 亿元，全资孙公司因客户要求退还之前支付的业务推广费而涉及民事诉讼，计提约 2000 万的预计负债。反映出万润科技对并购进来的子、孙公司的管理比较松懈，包括对员工的管理以及业务运营的规范。总体来看，万润科技的偿债能力在 2016 年后有所降低，其偿债风险在增加。

#### 4.1.4 成长能力分析

成长能力是企业适应市场变化，在扩大资产规模、提高获利水平、提升产品市场份额等方面的能力，它一定程度上能体现公司未来的发展。分析该项能力，有利于防止企业的短期行为，做出更有利于长远发展的决策。

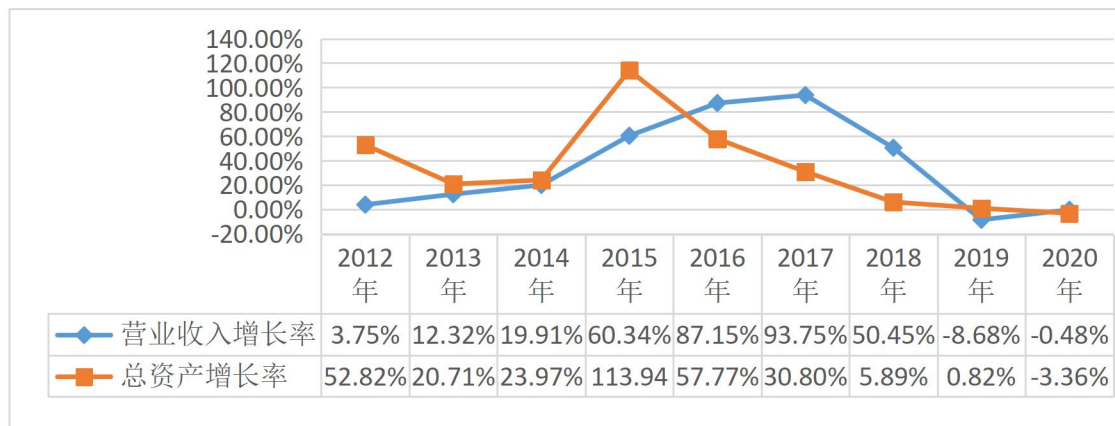


图 4.6 万润科技 2012-2020 年成长能力变化趋势图

根据图 4.6，万润科技总资产增长率在 2015 年同比增长 113.94%，实现总资产的翻倍增长，此后除 2020 年外，总资产增长率均大于 0，说明公司总资产维持在高额度。由于从资产投入到获得收益需要时间，所以可以看到继 2015 年公司资产大规模增加后，营业收入从 2015 年开始同比增速变快，到 2017 年增速达到最快，此后基本维持在较高的营业收入水平，2019-2020 年受突发新冠疫情的影响，营收出现负增长。可以得出，继公司开展延伸产业链与进行双主业经营后，公司的营业收入与总资产都大幅提升，表明公司成长能力增强。

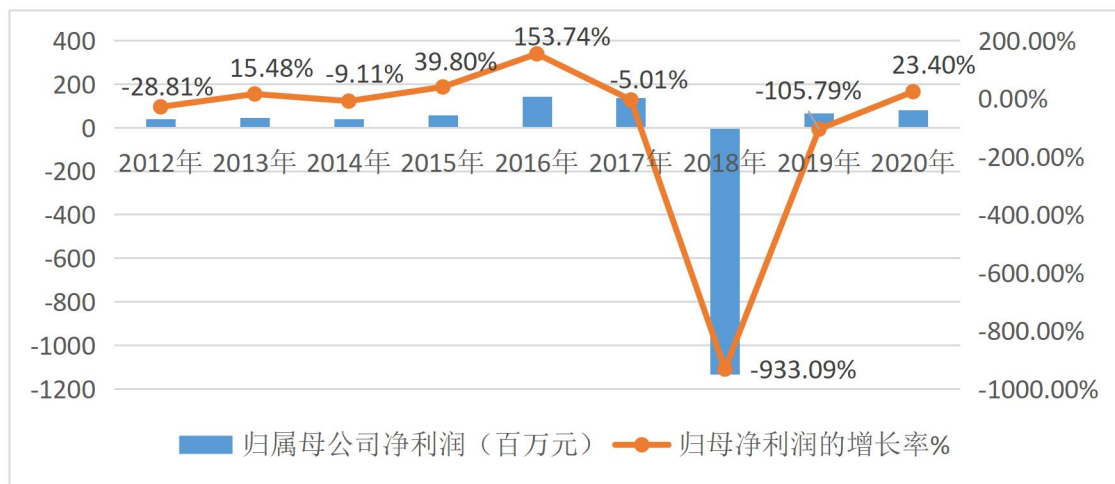


图 4.7 万润科技 2012-2020 年净利润变化趋势图

万润科技的归母净利润增长率在 2015-2016 年大幅提高，净利润成倍增长后达到较高水平，而 2018 年净利润断崖式下降，出现负增长，整体来看归属于母公司的净利润在多元化实施后波动较大。主要是 2018 年计提大量商誉减值准备所致，此后两年公司并购减少，使得商誉减值对净利润的影响降低，净利润开始回升。说明万润科技不断的外延式并购还是伴随着商誉减值的风险，而这直接影响到企业成长的稳定性。2018 年 LED 户外照明行业处于低谷期，但公司仍然并购了该行业的两家公司，这也是致使净利润巨额下滑的原因。

## 4.2 多元化经营非财务绩效分析

非财务指标往往能反映很多财务指标无法涵盖，但却与企业长期发展息息相



关的要素。所以本文根据万润科技多元化的开展情况,选取企业规模、市场份额、研发能力这三个指标进行分析,进而更综合地反映其多元化经营带来的绩效。

#### 4.2.1 企业规模分析

企业规模决定了企业生产经营活动的范围,可以与其它指标综合反映企业实力、竞争力的大小,同时规模经济形成有利于成本节约、资源共享等。学术界通过定性与定量两类指标来衡量企业规模。定性指标有行业地位、独立经营的程度、所有权集中度。定量指标包括:资产总额、营业收入与员工数量,通过这三个指标体现企业生产资料与人工的集聚程度。

##### (1) 企业规模定性分析

万润科技属于中小板上市公司,在国内 LED 封装行业处于领先者的地位,业务涵盖封装与照明应用领域,业务广泛、品类齐全。2015 年以来,通过接续收购日上光电与中筑天佑,把公司 LED 业务打造为一条中下游产业链,集聚封装、照明、景观亮化业务于一体。产业链上的子公司之间相互提供产品、协同配套,无论在产品质保还是客户服务质量上都具有突出优势,使公司在激烈的行业竞争中稳住了地位。同时围绕互联网广告传媒业务,2016 年以来,公司接续并购四家网络广告公司,在公司内部构建出一条广告传媒闭环产业链。各子公司在万润科技这一平台上充分开展客户、技术等资源的互通有无,使得公司在互联网广告传媒行业收获强大竞争力。

所有权方面:当企业规模变大时,对资本资源的需求也会增多,此时原有的一小部分自然人股东无法满足企业需求,其他投资者的持股比例就会上升。由表 4.1 可知,自万润科技 2015 年开始外延式并购,推进产业链延伸与双主业经营后,公司除实际控制人外的其他股东的持股比例持续上升。2019 年该比例达到最高,此后持股比例波动变化,但仍旧远高于实施双主业之前的比例,这衬托出万润科技规模由小到大的变化。此外,值得注意的是,由于过度扩张,公司的创始人李志江被动放弃了对公司的控制权,2019 年 4 月实际控制人变更为湖北省国资委。由此可见,万润科技在多元化实施过程中,过于冒进,扩张速度过快。一味地扩张规模并不是好事,扩张的同时应考虑相应的财务风险。

表 4.1 万润科技股东持股情况

项目/年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
实际控制人持股比例	43.55%	39.31%	36.15%	33.87%	28.63%	22.92%	23.10%
其他股东持股比例	56.45%	60.69%	63.85%	66.13%	71.37%	77.08%	76.90%

数据来源：根据年报整理

## (2) 企业规模定量分析

石建中（2014）通过实证分析得出：就我国中小板中小企业来看，绩效与企业资产、营业收入的规模正相关，而与员工数量相关性不强。阐释了在我国中小企业的发展过程中，需要达到一定规模来实现规模经济，从而促进企业成长。

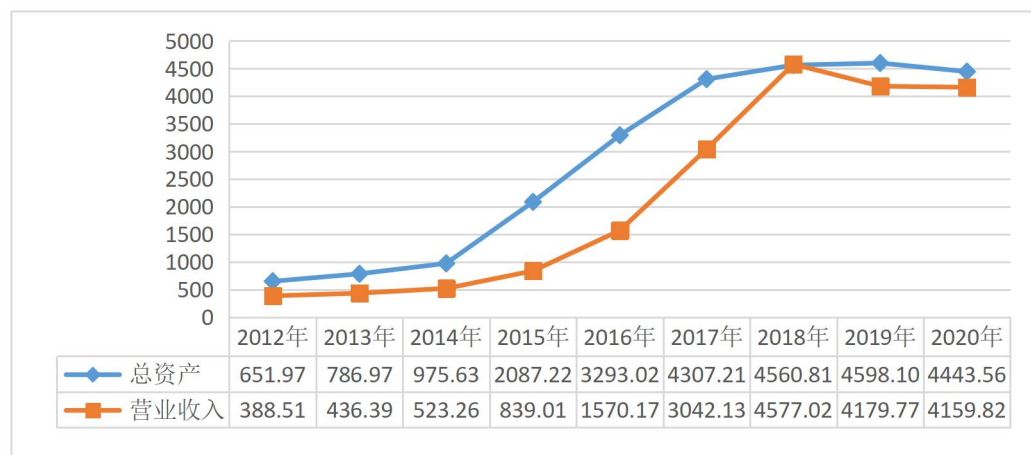


图 4.8 万润科技企业规模定量分析（单位：百万元）

根据图 4.8，可以明显看到公司营业收入与总资产在 2014 年末开始快速增长，到 2018 年两者达到最高数额，2016-2020 年平均营业收入是 2012-2015 年平均营业收入的 6.41 倍，2016-2020 年平均总资产是 2012-2015 年的 3.77 倍。公司近年来两指标基本维持在较高水平，一定程度上体现出继公司开展双主业经营之后，公司经营规模进一步扩大。

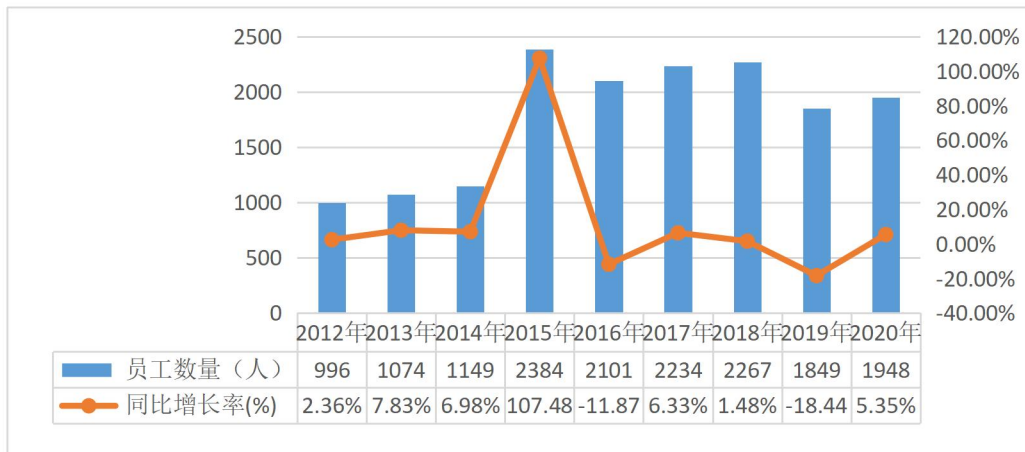


图 4.9 万润科技员工人数变动图

根据图 4.9，万润科技员工人数变动最大的是 2015 年，2015 年员工人数同比增长 107.48%，此后有小幅下降，但都维持在 2000 人左右。随着公司开展外延式并购，以及在两个主业上产业链的不断延伸，需要的员工人数增多，体现企业规模的扩大。

#### 4.2.2 市场份额分析

市场份额具有数量与质量两方面的特性，数量方面指的是市场份额的大小，按照单个企业销售额占行业的比重来表示；质量方面指的是市场份额的优劣，通常通过现金收入、顾客满意度与顾客忠诚度来衡量。

LED 板块：公司在巩固原有 LED 封装和照明应用领域优势地位的同时，在美学灯光工程领域、智慧城市智慧灯杆领域进行了广泛布局。在 LED 光源器件业务方面，子公司恒润光电先后拓展了智慧家居、红外产品、消防安防、汽车电子等细分领域的新市场；在 LED 照明业务方面，恒润光电主打道路、工业、轨道交通等领域的照明产品，并抓住推进 5G 新基建的机遇，大力生产智慧多功能杆，致力于成为打造智慧城市的一份子；子公司日上光电不断推出新颖的产品，进一步提升了在广告标识照明领域的市场份额；中筑天佑则在城市照明、文旅照明等领域继续打造精品的基础上，向智慧城市领域，不断提高获利水平。另外，万润科技依托在封装产品方面娴熟的技术与多样化的种类，走差异化中高端市场路线，采取定制方式满足消费者多样化的需求，从而在这一领域获得更多的市场份额。

广告传媒板块：各子公司业务在行业细分领域互不重叠，合力打造出一条广

告传媒闭环产业链。信立传媒大力发展数字媒体资源，与腾讯、优酷、爱奇艺、等大型视频网站及京东等电商平台都建立了合作关系，并进一步推进电视广告与数字营销业务合作；鼎盛意轩在家居行业正在打造服务全国的宏伟图景。万润科技围绕两个主业分别进行了产业链的完善，通过提供一站式的产品与服务，吸引了更多的新老客户，提升了客户的满意度。

### 4.2.3 研发能力分析

万润科技历年来贯彻“技术为重，研发先行”的经营方针，公司围绕双主业开展的研发工作都取得了长足进展，目前企业内设有国家级光电试验室，主要承担国内重大的灯光演绎课题研究工作，并且公司一直对新产品研制保持着高投入。截至2020年末，通过整合子公司的研发成果，集团至今围绕LED业务的专利技术就有四百多项，覆盖了LED制造、灯饰生产、照明等诸多应用领域。

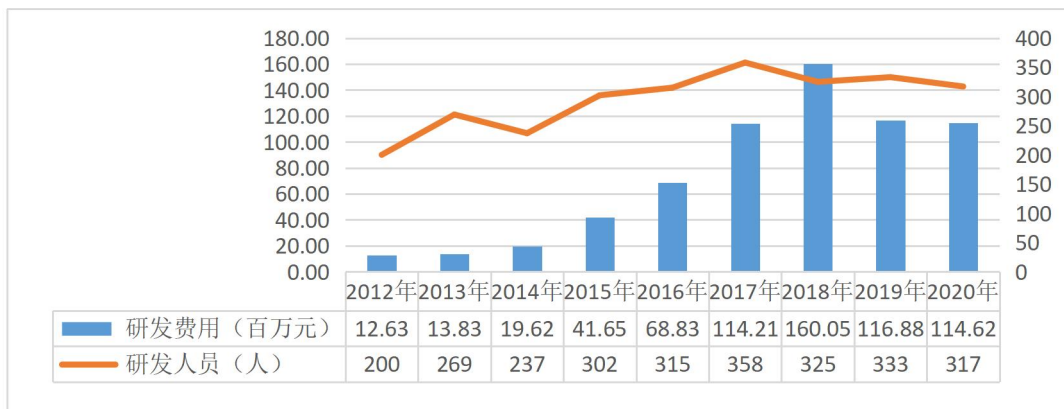


图 4.10 万润科技研发投入变动图

公司研发投入在2012-2018年一直持续增长，尤其是在布局多元化的2014年与2015年，公司的研发投入以强劲的速度增长。研发人员的数量也较多元化前有了明显的增加。前期的研发支出会为后期的发展提供潜力，从这个意义上来看，出于实施多元化的需要，万润科技对研发模块的重视程度提升，能够为公司长远的发展打好基础。

### 4.3 基于企业价值的绩效分析

### 4.3.1 经济增加值

文章采用披露的经济增加值对万润科技 2014-2020 年的绩效展开分析,根据公式 1 可知, EVA 计算的准确度取决于公式中三个要素与企业的适配性,相应的取值因行业,因企业而异。本文选用国资委版加权平均资本成本率 5.5% 进行计算,具体过程如下:

$$EVA = \text{税后净营业利润} - \text{调整后资本} * \text{平均资本成本率} \quad (\text{公式 1})$$

#### (1) 万润科技税后净营业利润的计算

为了更真实地反映企业绩效,引导企业注重长期价值的创造,需要在财务报表的基础上对部分报表项目进行调整。文章根据万润科技的所处行业、企业性质、规模、组织形式等,按照会计项目调整的重要性原则,选择对以下项目进行调整,以准确地衡量企业的价值创造能力。

一是对财务费用项目的调整,将战略性投资的利息支出资本化,并在生产活动开始后进行摊销,即在净利润的基础上,将当期利息支出税后金额加回来;二是对研发费用项目进行调整,主要是对当期满足资本化条件的开发支出进行调整。企业研发活动是为实现可持续发展的重要环节,其支出、收益都是长期的。所以在计算 EVA 时,应将这部分支出加回到税后净营业利润中;三是对营业外收入项目的调整。该项目收入并非来源于日常经营活动,所以不在经营利润的涵盖范围之内,进而在 EVA 的计算中要减除这部分带来的影响。由此,得到以下公式:

$$NOPAT = \text{净利润} + (\text{利息支出} + \text{研究开发费用调整项} - \text{营业外收入}) * (1 - 25\%)$$

调整后资本 = 平均所有者权益 + 平均负债合计 - 平均无息流动负债 - 平均在建工程

表 4.2 万润科技税后净营业利润相关指标 (单位:百万元)

项目/年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润	39.15	56.66	145.74	141.01	(1114.92)	83.66	115.67
加:利息支出	3.17	10.84	9.99	11.55	38.46	48.68	48.77
研究开发费用	0	0	0	0	0	0	0
减:营业外收入	5.31	8.02	13.38	6.70	1.44	47.71	154.00
适用所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
税后净营业利润	37.55	58.78	143.20	144.65	(1087.16)	84.38	36.75

数据来源:万润科技 2014-2020 年年报数据以及国泰安数据库

## (2) 万润科技调整后资本的计算

表 4.3 万润科技调整后资本相关指标 (单位: 百万元)

项目/年份	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
平均所有者权益	546.49	942.13	1765.26	2422.78	2370.11	2110.59	2147.80
平均负债合计	334.81	589.30	924.86	1377.33	2063.90	2468.86	2373.03
平均无息流动负债	255.56	383.46	580.27	841.89	1258.62	1707.43	1634.14
平均在建工程	66.65	28.95	85.72	215.37	235.86	134.35	80.92
调整后资本	559.10	1119.01	2024.13	2742.84	2937.95	2735.57	2833.54

## (3) 万润科技经济增加值的计算

表 4.4 万润科技经济增加值相关指标分析 (单位: 百万元)

项目/年份	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
税后净营业利润	37.55	58.78	143.20	144.65	(1087.16)	84.38	36.75
调整后资本	559.10	1119.01	2024.13	2742.84	2937.95	2735.57	2833.54
平均资本成本率				5.5%			
经济增加值	6.80	(2.77)	31.87	(6.21)	(1248.75)	(66.08)	(119.09)
净利润	39.15	65.66	145.74	141.01	(1114.92)	83.66	115.67

数据来源: 万润科技 2013-2020 年年报数据以及国泰安数据库

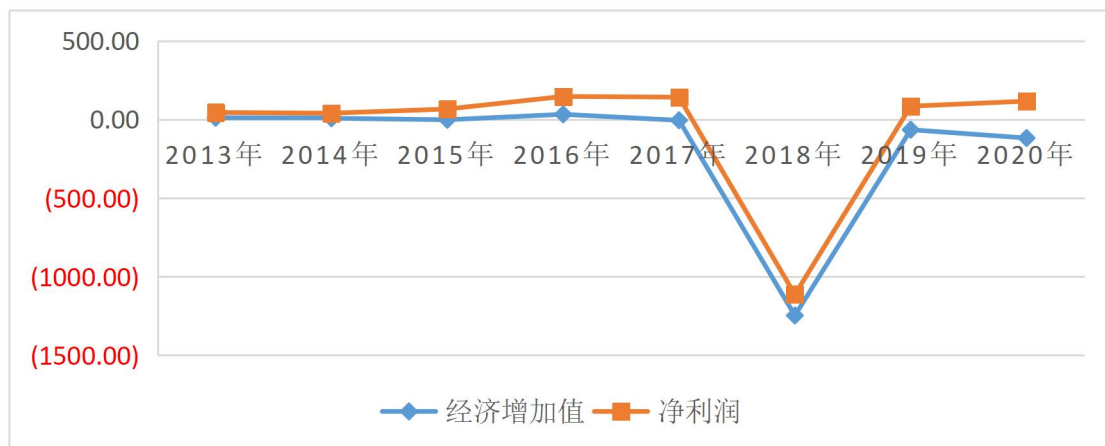


图 4.11 万润科技经济增加值分析图

根据图 4.11, 万润科技经济增加值在 2017-2020 年均小于 0, 公司投资所获得的收益低于投入的所有资本成本, 说明股东财富在减少, 企业在损耗资本, 没有真正为股东创造价值。在 2016 年企业进行双主业的第一年, 净利润与经济增加值都显示出了强劲的增速, 而此后情况不容乐观, 这与总资产净利率的走势极为相似。究其原因: 企业资本扩张速度太快导致投入资本过多, 但产生的净利润较少, 资产的获利能力不强。万润科技在并购过程中盲目追求规模, 忽视了并购资产的质量及相应的财务风险。多家并购标的公司业绩承诺没有实现, 致使万润科技发生巨额商誉减值损失, 拖累公司整体业绩。

### 4.3.2 托宾 Q 值法

国内外很多学者运用托宾 Q 值法分析企业多元化经营与绩效的关系。文章通过对比分析托宾 Q 值在多元化前后的变化, 反映股票市场对万润科技多元化经营的态度。托宾 Q 值是公司股票市价与公司重置成本的比值, 但考虑到重置成本的不易得性, 学术界分析时多采用总资产来替换重置成本, 并用净资产来代替非流通股市值。

托宾 Q 值=市场价值 A/期末总资产; 市场价值 A=股权市价+净债务市值

表 4.5 万润科技 2012-2020 年托宾 Q 值

年份	托宾 Q 值
2012 年	1.250028
2013 年	1.606715
2014 年	1.701983
2015 年	3.098105
2016 年	2.168341
2017 年	1.381643
2018 年	1.209437
2019 年	1.415868
2020 年	1.210070

数据来源: 国泰安数据库

根据表 4.5, 可以看到万润科技 2012-2020 年托宾 Q 值均大于 1, 股票的市价均大于公司的重置成本, 说明市场总体比较看好公司的发展, 愿意购买万润科技的股票。具体来看, 托宾 Q 值在 2015-2016 年数值较大, 而 2017-2020 年的数值均小于 2013-2016 年的数值, 说明公司推行双主业经营的前两年赢得市场的广泛看好, 之后因为公司在获利方面的不佳表现以及商誉减值的大量计提, 增加了企业净利润的波动风险, 公司市值有所下降。托宾 Q 值的走势与前文财务绩效分析部分相佐证, 最终指向万润科技在多元化经营过程中的问题。

#### 4.4 本章小结

本章主要从财务绩效、非财务绩效以及企业价值三个维度对万润科技多元化经营的绩效展开分析, 从而得出以下结论:

##### (1) 多元化经营财务绩效评价

在财务绩效方面, 多元化经营战略使得万润科技的盈利能力与偿债能力下降, 营运能力与成长能力上升。具体来看: 一是盈利能力下降。在原有主业利润率下降的行业背景下, 多元化经营战略的实施使万润科技, 增加了新的盈利增长点, 公司的整体销售收入和资产均大幅度地增加。但是应该看到, 收入的增加和资产的扩张没有带来相应的净利润的增长, 公司盈利能力指标在多元化初期实现小幅增长后, 出现下跌, 目前低于实施多元化经营之前的水平。此外, 公司互联网广告业务的毛利率在逐年下降, 因全资并购形式导致公司综合毛利率也下降明显。二是营运能力提升。公司总资产、应收账款周转率在 2016 年实施双主业后都有小幅上升, 存货周转率上升较为明显, 总体看, 多元化提升了企业的营运能力, 具体表现为, 资产投资效益增强, 应收账款的回款速度加快, 存货的流动性提高。互联网广告传媒企业属于轻资产型, 营业成本增加的速度快于存货增加的速度, 使得企业出现较高的存货周转率。三是偿债能力下降。2016 年多元化后, 万润科技流动比率和速动比率均较以往下降, 表明企业的短期偿债能力正在减弱, 同时, 由于 2016 年后资产负债率基本逐年增加, 公司的中长期偿债能力也在下滑。四是成长能力上升, 但净利润缺乏稳定性。继公司开展延伸产业链与进行双主业经营后, 公司的营业收入与总资产都大幅提升, 表明公司成长能力增强。归母净利润的增长率也大幅提高, 使得归母净利润高于多元化实施之前的水平, 但是由



于并购风险控制不当而计提大量商誉减值准备，使得公司净利润缺乏稳定性。

### （2）多元化经营非财务绩效评价

非财务绩效方面，多元化战略大幅提高了万润科技公司的营业收入以及销售量，进而扩大了企业规模，行业地位进一步提升，股权越来越分散化。但应该看到万润科技激进的扩张方式，导致公司实际控制人丧失控制权，从某种意义上可以理解为是经营者个人绩效的不达标。通过围绕双主业形成产业链闭环，扩大了企业的市场份额，提升了顾客忠诚度，从数量与质量两方面提高了其市场份额；公司通过汇聚子公司的研发成果，集中优质研发力量，提高了整体研发能力。

### （3）基于企业价值的绩效评价

企业价值方面，开展多元化经营后，公司经济增加值除 2016 年大幅提升后，2017-2020 年均为负值，多元化没能持续为股东创造价值。托宾 Q 值 2012-2020 年始终大于 1，企业倾向于增加新的投资，但是托宾 Q 值在公司推行双主业经营的前两年走势较好，之后年份的数值受公司盈利降低的影响走低。

总体来看，多元化经营虽然给万润科技带来了一定绩效的提升，但是诸如盈利能力下降、偿债能力下降、偿债风险增加、净利润波动大、企业成长稳定性欠缺、企业规模的不合理扩大、企业不能为股东创造价值等问题的存在，直接导致万润科技多元化经营绩效欠佳，且绩效不稳定，不具有持续性。

## 5 万润科技多元化经营绩效欠佳的原因及优化建议

### 5.1 多元化经营绩效欠佳的原因分析

#### 5.1.1 并购质量不佳，引发商誉减值损失

万润科技盈利能力下降、利润总额增长放缓甚至降低、净利润波动大、成长稳定性欠缺在很大程度上都源于并购标的资产质量不佳，导致大额商誉减值损失产生。商誉是非同一控制下并购一方支付的投资成本高于享有另一方净资产公允价值份额的差额，万润科技均采用高额溢价并购的方式，使得商誉大幅增加，由于所并购子公司自身盈利能力的影响以及行业外部环境的不乐观，持续的外延并购最终导致巨额商誉减值损失，并且公司可能因未来经济环境的不确定性，面临持续的商誉减值风险。表 5.1 说明，从万润科技 2015 年开启多元化之后，企业每收购一家全资子公司，就会产生大额商誉，伴随而来的是之后几年持续计提商誉减值准备。2017 年公司累计商誉额达到最高，占当年资产总额的 25.86%。大部分并购的子公司都无法完成业绩承诺，使得万润科技无法收回投资成本，是并购失败的一种表现。2018 年就是因为对多个子公司计提商誉减值准备，企业发生巨额亏损。高商誉与亏损的背后，企业应该反思并购方式的合理性以及并购标的的质量。如果未来企业仍采取高额溢价并购的方式，或者未来行业低迷等，都可能使企业面临商誉减值风险，进而拖累企业业绩。

表 5.1 万润科技合并报表中商誉的变化（单位：百万元）

年份/ 项目	期初余 额	本期增 加	本期计 提高誉 减值准 备	期末余 额	金额变动说明
2015 年	0	187.96	0	187.96	收购日上光电
2016 年	187.96	624.46	0	812.42	收购鼎盛意轩确认商誉 359.06 百万元； 收购亿万无线确认商誉 265.40 百万元
2017 年	812.42	497.12	195.91	1113.64	收购万象新动确认商誉 497.12 百万元； 对鼎盛意轩计提商誉减值 36.78 百万元， 对亿万无线计提 159.12 百万元

续表 5.1

年份/ 项目	期初余 额	本期增 加	本期计 提商誉 减值准 备	期末余 额	金额变动说明
2018 年	1113.6 4	759.26	947.81	925.09	收购信立传媒确认商誉 580.27 百万元； 收购中筑天佑确认商誉 178.98 百万元； 商誉减值主要来自除中筑天佑以外的 子公司
2019 年	925.09	0	199.87	725.22	对子公司鼎盛意轩、万象新动、中筑天 佑计提商誉减值准备
2020 年	725.22	0	137.08	588.14	鼎盛意轩计提 26.93 百万元，万象新动 计提 110.15 百万元

资料来源：根据万润科技年报整理

### 5.1.2 资源整合不到位，造成协同效应不显著

从多元化后企业盈利能力下降、经济增加值多年为负，以及托宾 Q 值的降低反映出，公司新增资产的造血能力较弱、获利水平低。主要原因在于公司对并购后的资源整合力度不够，在管理、经营、财务等方面没有达成很好的协同效应。资源整合是一个长期复杂的过程，而企业连续开展并购，并没有留存足够的精力和时间去消化、整合。

### 5.1.3 过度扩张，导致企业管理难度增加

多元化经营会增加企业管理的难度。一般情况下，在布局多元化中，企业每进入一个新的行业，管理的难度就会翻一倍。就万润科技来看，公司通过内生增长与外延扩张，在短短几年内计入企业合并后财务报表中的公司数量就达到 39 家，资产与业务量急剧增大，使得内部管理落后于扩张的步伐。此外，公司通过并购进入互联网广告传媒这一新的行业，由于现有两主业非相关，在运营与管理模式上都存在差异，增加了管理的复杂度，而且也印证了正是由于企业资源整合的能力不高导致公司资产获利能力下降，经济增加值小于 0。多元化经营后，万润科技的预计负债明显增加，大多来自子、孙公司及其核心员工涉及的未决诉讼，反映出万润科技迫切需要加强对子公司的管理，一定程度上提高企业整体的偿债

能力。因此，管理方面的问题不容小觑，企业需要提高管理能力、降低扩张速度、激发双主业的协同效应等，全面降低管理风险。

#### 5.1.4 风险控制机制失灵，引发控制权丧失

在 2019 年之前万润科技的实际控制人都是李志江、罗小艳和李驰，而这三人为一家人，公司前十名股东中的其他自然人股东均与他们是亲戚关系，李志江同时担任公司董事长、总裁。可以说万润科技曾是一家家族企业，李志江及妻女为公司同一实际控制人。在实施多元化的过程中，万润科技多采取股权质押的方式获得贷款，大股东将所持股权的 90%以上进行质押，由于激进的扩张策略，导致企业集团的整合能力与企业规模严重不匹配，新并入资产的获利能力不强。继而公司利润开始下滑，无法偿还股权质押贷款，连续的并购失利导致利润下滑毫无转机，最终酿成了控制权丧失的大祸。2018 年 11 月中旬，公司实际控制人李志江及其妻女、其他一致行为人，将 20.21%的股份协议转让给宏泰国投，2019 年 4 月进行过户登记后，宏泰国投成为公司新的控股股东。

控制权的丧失并非是原实际控制人想看到的，也一定程度上是多元化经营绩效欠佳的体现之一，因而应该反思背后深层次的原因。万润科技的股东权利过于集中，而股东大会是公司最高权力层级，掌握着公司重大经营方针、投资计划的决策权，这在很大程度上造成公司激进的并购方案能够落实，显然暴露出公司在组织结构以及运行机制上设置不合理，没有起到应有的监督与制衡作用，公司的风险控制缺失，同时原有大股东风险防范意识不足，过于冒进。

#### 5.1.5 宏观经济下行，影响企业绩效

近年来世界经济增速减缓，宏观经济的下行风险也明显增大，附加上新冠肺炎疫情对宏观经济的负面影响，以致于对公司的两个主业造成了不同程度的冲击。在互联网广告传媒板块，国内外消费热情减退，很多商家经营不畅，因而对广告的投放需求减少。同时，互联网等科学技术融入广告传媒业，加剧了行业的竞争，也加速了该行业营销模式的转变。对 LED 板块的影响集中体现在原材料价格波动增大。疫情持续在全球蔓延，使得生产活动放缓，物流不畅，导致万润科技 LED 部分依赖进口的原材料，出现采购价格上涨，交货周期延长等问题。因此，企业

迫切需要增强应对外部环境的能力。

从深入挖掘的角度来看，前四个问题的产生有两个共同的原因，一是万润科技实现多元化所采用的并购手段在多环节出现问题；二是，企业风险控制的缺失贯穿于整个多元化实施过程，是并购时风险管控不当，导致并购质量不佳、扩张速度过快、股东权利过于集中等。因此，它们是提高万润科技多元化绩效要解决的核心问题。

## 5.2 多元化经营绩效的优化建议

万润科技多元化实施过程中，因为并购质量不佳、资源整合不到位、过度扩张、原有股东权力过于集中、风险管控不当等原因的存在，公司多元化经营的绩效呈现不稳定且不具有持续性的状态，若不及时采取相应的措施，将会进一步拖累公司的绩效，甚至因企业自身的能力不足而导致多元化折价的凸显。鉴于此，文章具体提出以下优化建议，以期企业多元化溢价效应能够更加显著。

### 5.2.1 处理好并购的关键环节

前文已述及多元化战略与企业并购的关系，即纵向并购与混合并购能帮助企业高效实现多元化经营。万润科技通过并购方式布局多元化，因此，并购的成功与否直接关系到其多元化经营战略的实施效果。从大部分子公司不能完成对赌协议中承诺的的业绩，得出万润科技开展的一些并购并不成功。企业应该处理好以下并购的关键环节：并购准备阶段，确定战略；并购执行阶段，做尽职调查，防止因并购给企业带来损失；并购后做好全方位的并购整合，提升被并购企业的获利能力。

#### （1）并购准备阶段

确定战略，开展并购要以自身战略为出发点，在并购前做好充分准备。在并购前应首先明晰自身的战略，从战略实施的角度出发去衡量被并购企业的地位，考虑并购的标的正不正确以及值不值得，同时还应当掌握好并购的速度。王莉娜（2007）指出国外的实践经验表明，企业在有限的资源下，若采取不符合发展规律的推进速度，必然会葬送好的多元化经营战略。万润科技在之前的并购中尽管都是围绕双主业展开的，但并购速度太快，影响了战略的实施效果。公司在今后

的并购中，应该紧扣其双主业发展战略，放慢收购步伐，既要把两个主业做大做强。

### （2）并购执行阶段

做尽职调查，防止因并购给企业带来损失。并购是一个很复杂的过程，不只是财务上的运行，还涉及大到政府监管、地方经济发展，小到股东、管理层、员工、供应商、客户等各方面的利益。万润科技在并购前对标的公司质量把关不够，对自身能力及可能面临的风险认识不清。过高估计标的公司的价值，为并购后大量计提商誉减值埋下祸根。因此，并购方要通过尽职调查，做到全方位沟通，兼顾并购各方的利益，发现所有可能影响并购效果的因素，为并购签约及后续的整合工作打好基础。

### （3）并购整合阶段

并购后做好全方位的并购整合。一方面，公司应加强投后管理，使得并购双方在管理、研发、业务、客户等方面实现全面整合，通过激发协同效应来实现双方的并购目标，实现共赢；另一方面，并购方要帮助新并购进的子公司尽快适应新环境，通过激励方式维持原有团队的稳定，提升它们的“造血”能力。避免因无法兑现业绩承诺而影响集团整体业绩。

## 5.2.2 加快业务融合以提升协同效应

通过分析发现万润科技资源整合的能力较差、对子公司管理松懈，所以应大力提高管理、经营、财务等方面的协同效应。首先，管理协同方面。双主业非相关战略增加了管理的复杂性，这就要求企业在做大做强的同时要提升管理能力与之配套。因此并购方应做好以下几点：第一，做好企业内部文化建设，使纳入合并报表的子、孙公司认同集团的企业文化。企业文化是一个企业经过时间沉淀后形成的价值观，它能够于无形中规范员工的行为，良好的、被一致认可的企业文化能够增强员工的凝聚力。虽然不同子公司可能经营不同的主业，但企业文化会引导员工将为企业创造财富作为一致目的；第二，制定对子公司的管理条例，从制度上强化管理。万润科技作为并表方，一方面要对并表企业员工的行为进行规范，另一方面要加强对并表企业所开展业务的规范，减少相应未决诉讼的数量。第三，选用高质量管理人才，剔除相似的管理机构，减少管理层级。两主业在管

理上存在很多相似的地方，万润科技作为众多子公司交互的平台，应该根据需要统一设置管理机构，在重大决策上垂直领导，从而提高管理的效率，节约管理成本。

其次，经营协同方面。第一，万润科技应充分发挥已经建立的两条产业链的价值，将各生产流程相衔接，使各生产环节相互服务，从而节约成本，提高生产经营的效率与效益。万润科技通过纵向并购打造了集 LED 封装与照明于一体的 LED 中下游产业链，今后应进一步加强中下游产业的沟通、协作，降低对外部原材料的依赖；公司通过混并购形成的三端合一、线上线下相结合的互联网广告传媒产业链闭环，今后各子公司也要通过分工协作，扬长避短，从而增加广告吸引力，降低该业务的成本；第二，万润科技要将自身拥有的优质生产能力、资源应用到子公司经营中，从而打造范围经济。并购双方在为满足各自所求的前提下才进行并购，所以并购双方都有对方所不及的长处，如：卓越的研发能力、先进的生产技术、可信赖的供应商、忠实的客户等。双方应该通过交流合作，深入挖掘优质能力、资源，运用到整个公司的经营中，实现企业价值最大化。

最后，财务协同方面。第一，公司可以借助上市公司的优势筹集资金，满足子公司的资金需要，从而降低整个企业的筹资成本。万润科技是上市公司，而它所并购的大部分子公司都是非上市公司，因而可以为子公司提供成本较低的资金。第二，应持续维持双主业的经营模式，双主业非相关能进行风险冲抵，从而降低企业的财务风险，保障企业持续发展。LED 行业现已进入成熟期，行业同质化竞争加剧，盈利空间被压缩，因此企业不能一味投资原主业。当然直接转型为互联网广告传媒单一主业也是不明智的，该行业伴随着互联网而产生，行业发展瞬息万变，很难保证公司能一直准确定位市场需求。此外，公司在 LED 行业深耕数十年，经营该业务能够增加企业利润的稳定性。所以，未来公司应平衡好两个主业间的关系，实现又稳又快的发展。

### 5.2.3 完善组织结构与运行机制以加强风险控制

从前文分析可以看出，万润科技采取股权质押式的全资并购方式、过快的并购速度、大额的商誉减值损失以及子公司预计负债的大额增加等，都无一不体现公司风险控制的缺失。针对企业存在的风险控制机制失灵、管理者风险意识不足、

组织机构与运行机制缺乏监督与制衡的问题。文章认为双主业战略下企业又面临新的风险，万润科技要提高风险防控的能力，就必须完善组织结构与运行机制，将风险扼杀在矛头中。鉴于此，公司应采取以下措施：

一是完善公司组织结构，特别是强化风险管理部门的职能与作用。风险管理部要为股东的重大决策提供中肯建议，着眼于公司实际状况，就某一决策可能带来的全部风险及时向决策层反馈，做好风险应对预案。双主业战略下企业面临更加复杂的组织结构，面临的新风险层出不穷，企业管理层要高度重视风险管理部的建设。只有让决策机制、激励机制、制约机制共同发挥作用，才能保障双主业战略的顺利开展。

二是建立与完善监督、考核机制，及时淘汰低效产业。企业对已纳入双主业经营范围的子公司及其产业，应该建立并完善日常经营监督制度与绩效考核机制，及时发现业务中存在的问题，视问题大小选择改善或者放弃。鉴于万润科技并购形成的很多子公司无法完成业绩承诺，引发商誉减值损失，拖累企业绩效，所以，公司应该在大力鼓励与帮扶子公司发展的同时，开展末位淘汰，剔除低效产业，减轻企业负担，才能把更多的精力放在强化双主业的发展上。这样做也能够倒逼子公司快速成长。

#### 5.2.4 提高科研开发能力以应对外部环境

为尽可能地降低外部环境对公司绩效的影响，企业迫切需要放缓多元化的步伐，把注意力集中于现有主业和现有子公司，敏锐捕捉不同行业的变化趋势，做到两个主业相互补充，降低风险。无论是LED行业还是互联网广告传媒行业，它们的发展与进步都高度依赖于科学技术，而对单个企业来说能够在行业中处于引领地位的关键在于源源不断的科技创造。万润科技应整合母子公司的科技资源，建立集团统一的科技平台，有计划、有目标地推进技术研发。具体可以从两方面着手，一方面加大新产品的研发。在充分了解市场需求的基础上，以市场为导向明确开发方向，也可以凭借自身的技术积累以及对行业发展趋势的洞察力，通过自主研发引领行业发展，打造追赶与自主并驾齐驱的产品开发新局面，使得万润科技实现产品、服务的差异化竞争优势；另一方面加大与产品工艺制造相关的研发。通过将科技贯穿于产品制造的全过程，能够优化产品制造流程，以尽可能少



的成本获得更大的产出，使公司拥有成本领先优势，增加盈利空间。

## 6 研究结论与启示

### 6.1 研究结论

本文基于国内企业对多元化战略的实践以及国内外学者关于多元化经营与企业效益关系的研究,以万润科技作为研究对象,依次分析了其多元化经营实施的概况、多元化的程度、动因,采用财务、非财务、企业价值多个维度对多元化经营绩效展开分析。研究得出实施双主业经营给万润科技带来多元化溢价效应,但绩效不稳定,且不具有持续性。具体表现为:实施双主业战略后,万润科技的绩效在短期内增长明显,但因为实施过程中存在因并购质量不佳导致巨额商誉减值损失、因资源整合不到位引发协同效应不显著、因过度扩张导致企业管理难度增加、因风险控制机制失灵引发控制权丧失、应对宏观经济下行的自身能力不强等问题,导致其绩效在后期波动较大,使多元化实施的效果大打折扣。针对以上五个导致万润科技绩效欠佳的问题,文章提出企业应处理好并购的关键环节、加快业务融合以提升协同效应、完善组织结构与运行机制以加强风险控制和提升科研开发能力以抵御风险的四条建议,以期帮助企业提高多元化经营的绩效。同时得出,推行双主业战略并非一帆风顺,需要企业处处谨慎。

### 6.2 启示

通过笔者的研究能够发现,万润科技通过实施多元化取得了一定成绩,但整体来看其绩效并没有达到预期的水平,大量投资换来的是不稳定、不持续的绩效。但事物的发展总是前进性与曲折性的统一,2019年4月万润科技实际控制人变更为湖北省国资委,2019-2020年公司明显进入休整期,没有开展大的并购,我也相信国资控股后,会使万润科技的多元化之路走得更加稳健。未来市场的竞争只会更激烈,企业要善于吸取业界经验,降低战略实施风险。通过研究,文章总结出以下三点启示,期望为LED行业正确认识双主业经营模式,趋利避害,顺利完成业务转型升级提供借鉴。

#### 6.2.1 审慎选择双主业经营战略

企业在选择双主业战略前要认清该战略的利弊，结合自身实际，量力而行，避免盲目从众。双主业战略的利好表现在：一是增加新的利润来源，分散单一经营带来的风险；二是在分散风险的同时，能集中力量于两个主业上，避免投资过于分散带来的资金链断裂等风险；三是帮助企业完成转型升级，从衰落的行业走入新兴行业，增强企业生命力。同时，它的弊端表现在：一是进驻新行业，加大了管理的难度，要求公司做出更严格的风险控制部署。二是两个主业的资产需要长时间去整合，才能发挥协同作用；三是一旦在两主业间不能做到平衡，就会引发资源的争夺、员工消极怠工等问题。双主业战略不是放之四海皆准的真理，实施该战略带来的绩效也是因企业而异的，受到很多因素的影响。因此若企业确有实施双主业战略的需要，就应该培养战胜以上弊端的能力，谨慎选择该战略。

### 6.2.2 做好与实施双主业战略相关的并购工作

企业在通过并购方式进入新行业时，要处理好并购的全部细节，包括并购准备阶段的标的选择、并购执行阶段的尽职调查与并购后的资源整合。并购不能过于激进，围绕双主业的扩张要把握好速度，因为两个公司的融合需要时间，而且双主业产业链的建立是循序渐进的过程。同时，并购要考虑相应的财务风险，如果并购价格过于高，则会导致大量商誉存在，为企业绩效不稳定埋下祸患。

### 6.2.3 完善企业风险管控体系

李冬妍（2009）多元化的成败有赖于风险管控的有用性。多元化本就增加了企业经营的不确定性，而风险防范的缺失只会雪上加霜，直接威胁到公司的发展。所以，在开展多元化的整个过程中，企业都要集中精力去识别风险、防范风险、控制风险。为了将风险防范作为一项长期机制，企业应完善风险管控体系，其核心在于健全治理、明晰战略、高效组织、精细化运营。健全治理具体要求企业应健全监督与约束机制，将监管落实到实处，降低决策的风险，同时要强化制度对企业员工的规范。高效组织要求组织管控模式要清晰界定总部的功能，发挥支撑战略的作用，此外，组织管控模式要增强动态适应环境与业务变化的能力。精细运营要求企业提高运营管理的精细化程度，增大对信息技术的利用力度，提高业务应对风险的能力。

## 参考文献

- [1] A M E ,B K P .A trade-off in corporate diversification[J]. Journal of Empirical Finance, 2015, 34:275-292.
- [2] Andreou P C , Louca C , Petrou A P .Organizational learning and corporate diversification performance[J].Journal of Business Research, 2016, 69(9):3270-3284.
- [3] Ansoff I H .Strategies for diversification[J]. Harvard business review,1957, 35(5):113-124.
- [4] Berger L , Eeckhoudt L . Risk, ambiguity, and the value of diversification[J]. Working Papers, 2021.
- [5] Berger P G , Ofek E . Diversification's effect on firm value[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37.
- [6] Buyuran B , Eksi I H . Revenue Diversification and Bank Performance: Evidence from Turkey[J]. South-Eastern Europe Journal of Economics, 2020, 18.
- [7] Espinosa C , Jara M , Maquieira C , et al. Does corporate diversification create value in emerging markets? New evidence from Chile[J]. Canadian Journal of Administrative Sciences, 2018, 35(1).
- [8] Fauver, Larry, Houston, et al. Capital Market Development, International Integration, Legal Systems, and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis.[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2003.
- [9] Gort M.Diversification and Integration in American Industry[J].Nber Books,1962, 15(15):621.
- [10]Grigorieva S . Corporate Diversification-Performance Puzzle in BRIC[M].2020.
- [11]Gulamhussen M A,Pinheiro C,Pozzolo A F. International diversification and risk of multinational banks: Evidence from the pre-crisis period[J]. Journal of Financial Stability, 2014, 13(1):30-43.
- [12]John, R, Graham, et al. Does Corporate Diversification Destroy Value?[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(2):695-720.
- [13]Khanna T ,Palepu K G . Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging

- Markets[J]. *Harvard Business Review*, 1997, 75(4):41-51.
- [14] Masud M H, F Anees, Ahmed H. Impact of corporate diversification on earnings management[J]. *Journal of Indian Business Research*, 2017, 9(2):JIBR-06-2015-0070.
- [15] Megginson W L, Morgan A, Nail L. The determinants of positive long-term performance in strategic mergers: Corporate focus and cash[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2004, 28(3):523-552.
- [16] Osifo O , Ighodaro C . Corporate Diversification, Macroeconomic Factors and Performance of Quoted Deposit Money Banks in Kenya: An Empirical Assessment[J]. 2020.
- [17] Palich L E, Cardinal L B , Miller C C. Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research[J]. *Strategic Management Journal*, 2000.
- [18] Patrisia D , Dastgir S . Diversification and corporate social performance in manufacturing companies[J]. *Eurasian Business Review*, 2016, 7(1):1-19.
- [19] Philip G. Berger, Eli Ofek. Diversification's effect on firm value[J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 37(1).
- [20] Raphael Amit, Joshua Livnat. Diversification and the Risk-Return Trade-Off[J]. *The Academy of Management Journal*, 1988, 31(1).
- [21] Rumelt R P. *Strategy, Structure, and Economic Performance*[M]. Boston: Division of Research, Harvard Business School, 1974:77-99
- [22] Singh M H. Diversification Strategy and Systematic Risk[J]. *Strategic Management Journal*, 1984, 5(2):181-191.
- [23] Siraj I, Hassan M K, Maroney N. Product Demand Sensitivity and the Corporate Diversification Discount[J]. *Journal of Financial Stability*, 2020, 48:100748.
- [24] Subramaniam V , Wasiuzzaman S . Geographical diversification, firm size and profitability in Malaysia: A quantile regression approach[J]. *Heliyon*, 2019, 5(10).
- [25] Wibowo H H, Lasdi L. Effect of Diversification Strategy, Directors Compensation, Managerial Ownership and Company Sizes on Company Performance[C]// 7th Regional Accounting Conference (KRA 2020). 2021.

- [26] Wrigley, L. Divisional autonomy and diversification. Harvard Business School Press, 1970.
- [27] Y Euh, Lee D. How Do Pharmaceutical Companies Overcome a Corporate Productivity Crisis? Business Diversification into Medical Devices for Growth Potential[J]. International Journal of Environmental Research and Public Health, 2021, 18(3):1045.
- [28] 陈素琴, 郑丹凤. 家电类企业多元化经营与财务绩效相关性研究[J]. 财会通讯, 2017(35):37-42.
- [29] 冯蔻. 群兴玩具双主业战略实施过程的财务风险研究[D]. 天津财经大学, 2020.
- [30] 郭晓君. 常山北明双主业非相关战略实施动因与风险防范研究[D]. 武汉纺织大学, 2018.
- [31] 洪道麟, 熊德华. 中国上市公司多元化与企业绩效分析——基于内生性的考察[J]. 金融研究, 2006(11):33-43.
- [32] 黄洪民. 企业多元化经营的现实价值与风险规避[J]. 中国流通经济, 2004(06):37-40.
- [33] 黄莲莲. 影视传媒企业多元化的动因及绩效问题研究[D]. 浙江工商大学, 2018.
- [34] 姜付秀, 刘志彪, 陆正飞. 多元化经营、企业价值与收益波动研究——以中国上市公司为例的实证研究[J]. 财经问题研究, 2006(11):27-35.
- [35] 蒋琳琳. 企业多元化动因与绩效研究[D]. 暨南大学, 2015.
- [36] 柯韶峰. A股上市公司双主业运营的战略选择及路径研究[D]. 上海交通大学, 2018.
- [37] 梁智. 企业多角化战略与行业管理[J]. 管理世界, 1990(03):215-216.
- [38] 李冬妍, 张雯, 于富生, 盛伟. 我国企业多元化经营与降低企业风险研究——来自我国上市公司的经验证据[J]. 河北经贸大学学报, 2009, 30(02):67-73.
- [39] 李孟阳, 郭朝阳. 非财务指标在企业业绩评价体系中的应用[J]. 财会通讯, 2017(17):62-65.
- [40] 李梦妍. 互联网企业多元化经营的财务风险及其控制研究——以阿里巴巴为

- 例[J]. 会计师, 2016(04):39-40.
- [41]李鑫. 格力电器多元化经营绩效评价研究[D]. 辽宁石油化工大学, 2020.
- [42]李垚, 夏杰长, 林轶琼. 地方政府行为、企业投资中介与产能过剩:以 LED 行业为例[J]. 广东财经大学学报, 2018, 33(06):58-69.
- [43]林晓辉. 中国上市公司多元化的动因和绩效研究[D]. 厦门大学, 2008.
- [44]林钟高, 郑军, 卜继栓. 环境不确定性、多元化经营与资本成本[J]. 会计研究, 2015(02):36-43+93.
- [45]卢宁文, 刘雪梅. 多元化经营与内部控制对企业绩效的影响研究[J]. 中国商论, 2016(33):102-103.
- [46]马洪伟, 蓝海林. 多元化战略、组织结构和绩效[J]. 企业经济, 2001(01):15-17.
- [47]马文丽. 非相关多元化经营的风险分散作用——基于农业上市公司的实证[J]. 财会通讯, 2019(08):40-45.
- [48]孟显仕. 企业绩效评价中的非财务指标研究[D]. 对外经济贸易大学, 2006.
- [49]石建中. 关于企业规模与企业绩效关系的实证研究[J]. 中国海洋大学学报(社会科学版), 2014(05):85-92.
- [50]童梦婕. 无形资产资本化、非财务指标绩效评价与企业财务绩效[J]. 财会通讯, 2020(18):35-38.
- [51]王莉娜. 论企业的多元化发展[J]. 中国市场, 2007(22):36-38.
- [52]王涛. 多元化经营模式的演变与协同效应分析[J]. 生产力研究, 2014(02):123-128+146.
- [53]王涛. 多元化经营战略下比亚迪公司财务绩效分析[D]. 河北师范大学, 2020.
- [54]向志强, 杨珊. 中国传媒上市公司多元化经营与公司绩效关系实证研究[J]. 新闻与传播研究, 2015, 22(08):84-97+128.
- [55]徐紫薇. 多元化战略下互联网企业财务风险评价[D]. 杭州电子科技大学, 2020.
- [56]杨军, 赵继新, 李宇航. 多元化经营战略对企业财务风险的影响研究[J]. 财会通讯, 2020(14):78-81.
- [57]姚俊, 吕源, 蓝海林. 我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究[J]. 管

- 理世界, 2004(11):119-125+135.
- [58]姚铮, 金列. 多元化动机影响企业财务绩效机理研究:以浙江民企雅戈尔为例[J]. 管理世界, 2009(12):137-149.
- [59]于克信, 谢佩洪. 转型期中国企业多元化经营的制度根源及范式构建研究[J]. 管理世界, 2011(07):180-181.
- [60]余新培, 童善进. 道天地将法: 五维非财务指标体系的构建——来自《孙子兵法》的启示[J]. 会计之友, 2018(08):100-102.
- [61]战颂. 民营企业多元化战略与绩效关系实证分析[J]. 沈阳师范大学学报(社会科学版), 2016, 40(04):69-72.
- [62]张晨光. 绿地集团多元化经营的协同效应及绩效分析[D]. 东北财经大学, 2019.
- [63]张华英. 互联网企业多元化经营的财务风险分析及控制研究[D]. 中国地质大学(北京), 2018.
- [64]张丽平, 付玉梅. 多元化经营是否降低企业绩效?——基于特变电工及天威保变的案例研究[J]. 会计之友, 2019(06):132-136.
- [65]张卫国, 袁芳, 陈宇. 上市公司多元化战略与经济绩效关系实证分析[J]. 重庆大学学报(自然科学版), 2002(11):135-139.
- [66]朱江. 我国上市公司的多元化战略和经营业绩[J]. 经济研究, 1999(11):54-61.



## 后 记

时代的车轮滚滚前进，教会我们把目标定为远方，把奋斗行在当下，把印迹留在过去。或许三年是时间长河中微不足道的一段，但对我而言，研究生三年的时光让我成长很多，因而也更加难忘和值得珍惜。还记得研一时初见导师和师门同学的欢乐场景，缘分让我们相聚、相伴。在毕业论文完稿之际，我感慨万千，这一路走来很辛苦但很值得，因为有一群敬爱的老师在为我指点迷津，有一群可爱的同学和我一起成长。

论文能够顺利完稿，首先要感谢我的导师袁有赋老师。在论文的选题和撰写中，袁老师耐心并详细地给予多次指导，他学识渊博、见解深刻，每次都能就论文提出很多指导性的意见，使我在写作过程中明确了方向，坚定地往前走。袁老师和蔼可亲、平易近人，正是他的指导与关切，让我在学术水平与为人处世上都有了大的提升，使我努力向一名合格的研究生迈进。

其次，我要感谢学校以及伴我成长的老师、同学。三年来，学校默默为我们打造更加优质的环境，提供了追逐梦想的平台，我将铭记自己是个兰财人。会计学院所有老师的辛勤教导，使我具备了扎实的专业知识，为论文撰写奠定基础；感谢同学的相伴与相助，使我能够快乐并高效地完成论文写作；同样也要感谢三年来为我们的生活与学习操碎了心的研秘们，是您们的默默付出，让我一步步走到毕业。

再次，我要感谢家人和朋友。感谢家人的呵护，您们的辛苦我都看在眼里，对我的爱都被记在心里，让我知道努力的意义很大，是您们的支持和鼓励让我战胜挫折，一路前进。在我二十几年的成长中，我记忆最深刻的是高考复读的那段时光，爸妈在学校附近租了房子，无论工作多忙碌，都会赶着我的时间做好饭，在那一年里，他们扎扎实实地陪伴着我，像看电视之类的休闲活动基本是不存在的，所以很感谢我的爸爸妈妈。同时，我要感谢我的好朋友王亚飞、崔小雪、杨蒙蒙、李军敏、李明艳、秦彪等，是他们和我一起分享喜怒哀乐，密切关注着我的学习与求职进展，鼓励我前进。

最后，我想由衷地感谢自己在一路走来的坚持，不为夸耀，而是为了给自己一个大大的肯定，告诉自己勇敢地做自己，每个人都是不一样的烟火。当然更是为了在今后的人生中，能够自信地面对生活，为社会创造价值。我们的祖国重视

教育，给莘莘学子提供了丰富的教育资源与求学补助，点燃了亿万家庭的希望。

时光没有尽头，人生的目标永远在远方。今后，我定加倍努力，报答社会，回报所有帮助我的人。真心地祝愿您们生活愉快、身体健康、万事胜意！